



HAL
open science

Dynamiques de transformation des systèmes financiers : combiner les analyses macro-institutionnelles, méso-sectorielles et micro-sociales

Nicolas Bédu

► **To cite this version:**

Nicolas Bédu. Dynamiques de transformation des systèmes financiers : combiner les analyses macro-institutionnelles, méso-sectorielles et micro-sociales. Economies et finances. Université Paris Cité, 2024. tel-04728821

HAL Id: tel-04728821

<https://hal.science/tel-04728821v1>

Submitted on 11 Oct 2024

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Université Paris Cité

Faculté Sociétés et Humanités

UFR Géographie, Histoire, Économie et Sociétés (GHES)

Année universitaire 2023-2024

Dynamiques de transformation des systèmes financiers : combinaison des analyses macro-institutionnelles, méso- sectorielles et micro-sociales

Habilitation à Diriger des Recherches

Soutenue publiquement le 21 mai 2024

Nicolas Bédu

Université de Montpellier
ART-Dev UMR CNRS 5281

Jury :

M. Vincent Frigant

Professeur des Universités, Université de Bordeaux, **Examineur**

M. Éric Monnet

Professeur et Directeur d'études, PSE et EHESS, **Rapporteur externe**

M. Antoine Rebérioux

Professeur des Universités, Université Paris Cité, **Garant et Rapporteur interne**

Mme Laurence Scialom

Professeure des Universités, Université Paris Nanterre, **Examinatrice et Présidente du Jury**

M. Andy Smith

Directeur de recherche FNSP, Sciences Po Bordeaux, **Examineur**

Mme Yamina Tadjeddine Fourneyron

Professeure des Universités, Université de Lorraine, **Rapporteuse externe**

À Viola

Remerciements

Antoine Rebérioux est la première personne que je souhaite remercier. Il a accepté non seulement d'être le garant de ce mémoire d'HDR mais également et surtout de l'être à partir d'un plan « peu négociable » que j'avais en tête. Merci donc de m'avoir accompagné malgré cette contrainte.

Je tiens évidemment à remercier l'ensemble des membres du jury de soutenance. J'espère que l'économie industrielle et politique de la finance que je défends dans mes recherches suscitera l'intérêt de Yamina Tadjeddine qui rapporte ce mémoire d'HDR. Je suis convaincu de la richesse des échanges à venir entre les approches études sociales de la finance d'un côté et économie industrielle et politique de la finance de l'autre. Dans le même état d'esprit, j'espère que mes travaux dans le champ de la finance qui intègrent des dimensions historiques et interdisciplinaires permettront d'engager de profondes discussions scientifiques avec Éric Monnet qui est le second rapporteur externe de ce mémoire d'HDR. L'ambition de proposer un cadre d'analyse d'économie politique et industrielle de la finance a amené comme évidence la demande de participation à ce jury de spécialistes des trois champs suivants : (i) l'économie politique des industries, (ii) l'économie industrielle et de l'innovation et (iii) l'économie financière et bancaire. Je remercie ainsi respectivement Andy Smith, Vincent Frigant et Laurence Scialom de participer à ce jury d'HDR. Vous m'accordez tous un grand honneur.

Lorsqu'on rédige les remerciements de son mémoire d'HDR, il est moins évident de se rappeler de toutes les personnes qu'on a pu croiser durant sa carrière que durant l'écriture de ceux de sa thèse de doctorat. Pour n'oublier personne et pour éviter une liste à la Prévert, je ne m'essaierai pas à cet exercice de listage. Je remercierai deux personnes. La première est Caroline Granier avec qui je forme ce que j'appelle un « couple de recherche » bien qu'elle n'utilise pas cette expression. La deuxième est Matthieu Montalban qui ne peut siéger en raison de nos collaborations scientifiques. Dans un registre plus léger, je lui dois depuis plus de dix ans de meilleurs remerciements que ceux qui figurent dans ma thèse de doctorat à savoir : « Cette thèse doit beaucoup à Matthieu Montalban, mon co-directeur « officieux » de thèse [...]. J'espère que tu passeras rapidement ton HDR qui sera une juste récompense pour les très nombreux conseils que tu prodigues aux doctorants du GREThA ». Je n'avais pas pensé à l'époque que l'HDR est moins une récompense qu'un travail plutôt intense... Double M, je te remercie de m'avoir appris le métier de chercheur. Comme ma thèse de doctorat, ce mémoire d'HDR te doit beaucoup.

Je finirai mes remerciements en ayant un mot pour mes proches. J'avais rédigé ma thèse de doctorat chez mes parents, j'ai rédigé une partie de mon mémoire d'HDR chez eux. Again ? Oui, mais j'ai gravi l'échelle (enfin l'escalier) car je n'ai pas rédigé dans le garage cette fois-ci. J'ai une pensée pour mes nièces qui venaient chercher sans faire de bruit leurs jouets parce que « tonton travaille ». J'ai aussi une pensée pour mon filleul qui faisait la moitié de ma taille quand j'ai soutenu ma thèse et qui fait une tête de plus que moi maintenant. J'ai enfin une pensée pour ma sœur et mon beau-frère, surpris que le diplôme le plus élevé en France ne permette pas de gagner plus d'argent. Mes derniers mots vont à ma compagne pour son soutien sans faille. Elle connaît les exigences de l'HDR... et la possibilité offerte par ce type de manuscrit de le dédier. Alors oui, il t'est dédié pour de vrai en deuxième page.

Introduction

Dans le champ de l'économie, la différence de performance exprimée traditionnellement dans des termes monétaire et marchand, c'est-à-dire en termes d'efficacité économique, constitue le socle de l'argumentation pour expliquer le changement. À l'échelle microéconomique, un nouveau procédé de production, une différenciation de produits ou encore une nouvelle organisation du travail sont mis en œuvre en fonction de leur capacité à réduire les coûts et/ou à octroyer un avantage concurrentiel. À l'échelle macroéconomique, l'évolution de la réglementation sur les différents marchés (du travail, des produits, financiers, etc.) ou l'adoption d'une politique économique, qu'elle soit conjoncturelle ou structurelle, dépendent de leurs capacités supposées à assurer un certain niveau de croissance économique et de bien-être. Mais la seule efficacité économique est insuffisante pour engendrer le changement. Par exemple, il est communément admis en économie de l'innovation que la performance technologique ne garantit pas la diffusion d'une innovation (Arthur, 1988, 1994) conduisant à des situations de *lock-in* sur des technologies moins efficaces. D'autre part, le courant évolutionniste a mis en évidence que les choix technologiques d'une entreprise sont d'abord conditionnés par sa propre histoire (Dosi, 1988 ; Nelson et Winter, 1982) qui s'inscrit dans des contextes institutionnels spécifiques œuvrant notamment à l'échelle sectorielle (Malerba et Orsenigo, 1993). Plus largement, dans des environnements marqués par une incertitude radicale (non probabilisable), les agents ne peuvent prédire toutes les conséquences de leur action et par extension son efficacité mais ils en conservent la croyance sous des formes diverses. Certains peuvent penser que c'est la meilleure action, d'autres que c'est la seule action possible. Elle peut leur sembler évidente, nécessaire ou encore juste.

Le changement peut s'opérer à partir d'une transformation des idées, des croyances et des représentations des acteurs concernés. Des pratiques et activités économiques et leurs régulations considérées comme légitimes socialement à un moment de l'histoire ou dans des espaces particuliers peuvent ne plus l'être à une autre période ou dans d'autres territoires. Pour autant, cette source du changement est généralement insuffisante dans la mesure où différentes représentations de l'activité économique (organisation et finalité de la production et de la création de richesses) coexistent simultanément sans que ne s'opèrent de transformations tangibles à l'échelle des sociétés. L'évolution des représentations est donc davantage effective lorsqu'elle est soutenue par un groupe politique dominant. Ces coalitions politiques ne sont pas nécessairement stables car elles agglomèrent des groupes sociaux poursuivant leurs propres intérêts qui peuvent converger provisoirement. Elles agissent à plusieurs niveaux, dans des organisations formelles (entreprises, établissements, équipes de production, institutions

publiques, ministères, etc.) sans y être cantonnées ; il est possible de les observer à l'échelle d'un secteur d'activité ou de la société. Une approche d'économie politique offre une grille de lecture pour comprendre le changement car elle tient compte des différences de représentation entre les groupes d'acteurs à la source de demande politiques elles-mêmes différentes et insiste sur les rapports de force existants. Surtout, elle permet de saisir les moments charnières de l'histoire économique et, plus largement des sociétés, c'est-à-dire d'historiciser la diffusion des représentations dominantes du fonctionnement de l'économie.

Étudier la dynamique de transformation suppose donc d'aborder conjointement la performance engendrée par le changement, les représentations et les attentes des acteurs vis-à-vis de celui-ci, et leurs comportements pour que le changement opère. Ces trois éléments (objets d'étude) – performance, représentations et comportements – s'inscrivent dans des contextes historiques et institutionnels spécifiques (non universels et non reproductibles). Ils sont façonnés par ces contextes (perspective structuraliste) et les façonnent en retour (perspective constructiviste). En suivant une lecture institutionnaliste, le gain de performance consécutif au changement, que celui-ci soit de nature technologique, réglementaire ou productif, sera différent selon les pays, les secteurs et les organisations. Ce constat reste valable pour les représentations et les comportements des acteurs.

Ma trajectoire de recherche est enchâssée dans une trajectoire de réflexions sur les changements dans le champ de la finance appréhendés sous la forme institutionnelle (analyse des configurations et du changement) et organisationnelle (étude de la gouvernance et de la performance des sociétés financières et des entreprises financées). Depuis ma thèse de doctorat sur les conséquences des opérations de *Leverage Buy Out* (LBO) sur la performance, l'emploi et la faillite des entreprises en Europe, mes sujets de recherche ont évolué dans une double perspective d'élargissement et d'approfondissement. D'un côté, mes recherches initiales sur les firmes de *private equity* (actrices des LBO) se sont progressivement orientées vers les autres entreprises financières pratiquant la gestion d'actifs pour compte de tiers. De l'autre, l'échelle internationale est moins présente dans mes travaux les plus récents qui se focalisent davantage sur la France. Ce double mouvement est le résultat de questionnements non traités dans la littérature existante et auxquels mes premiers travaux ont apporté des réponses qui m'ont paru partielles à mesure de la construction de ma réflexion sur le champ de la finance. Il s'agit là d'une trajectoire somme toute fréquente en recherche : les réponses apportées à une problématique ouvrent la voie à de nouvelles interrogations.

L'industrie du *private equity* est une composante (sous-secteur) de l'industrie de la gestion d'actifs dont les principaux acteurs sont les banques, les compagnies d'assurance et les sociétés de gestion indépendantes. La gestion d'actifs se partage entre la gestion pour compte propre et la gestion pour compte de tiers dans laquelle on distingue la gestion de portefeuille (ou gestion individualisée sous mandat) et la gestion collective. Au sein de cette dernière, la réglementation

européenne identifie deux types de fonds (véhicules d'investissement) : les UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) ou OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) dans le droit français qui correspondent aux *mutual funds* américains et les FIA (Fonds d'Investissement Alternatifs) auxquels sont rattachés les fonds de *private equity*. L'activité de gestionnaire d'actifs pour compte de tiers, qui peut donc être assurée par plusieurs professions dont on peut penser qu'elles diffèrent largement – *cf.* notamment le cas du découpage proposé par les systèmes de compte nationaux – constitue la clé de lecture pour comprendre le développement contemporain de la finance de marché, les transformations des pratiques des acteurs et les dynamiques de transformation des systèmes financiers. C'est une position assumée tout au long de ce mémoire d'HDR.

Le passage de l'échelle européenne à l'échelle nationale peut paraître moins évident dans la mesure où une montée en généralité est souvent observée – et attendue – dans une carrière de chercheur. Cette réduction du champ a toutefois sa propre logique. Mes réflexions m'ont progressivement amené à questionner la pertinence des approches de classification des systèmes financiers du fait du développement très important des activités de marché dans les pays, et tout particulièrement la France, dont les systèmes financiers reposent sur les banques (« *bank-based systems* ») et non sur les marchés financiers (« *market-based systems* »). Cette incapacité à rendre compte de la transformation (perspective dynamique) est fondamentalement liée à la méthode d'analyse basée sur la comparaison (production de taxonomies et typologies) de nature statique. Toutefois, il ne s'agit pas de rejeter en bloc ce type d'approches qui reste particulièrement éclairant pour comprendre les différences existantes et persistantes entre les systèmes financiers nationaux. Il convient de reconnaître ici que certaines taxonomies ne sont devenues caduques qu'avec le temps, ne résistant pas à l'histoire des systèmes financiers. D'autres, particulièrement foisonnantes en termes de concepts, ont mis à disposition de la communauté des chercheurs des outils d'analyse et des cadres théoriques toujours d'actualité et qui occupent une place importante dans mes recherches (*cf.* chapitre 1).

L'émergence et le développement des activités de marché dans les pays « *bank-based* » m'ont donc conduit à sortir de l'approche d'économie politique comparative et à descendre d'un niveau en suivant une démarche de recherche de granularité. Dans l'analyse des systèmes financiers, celle-ci se situe au niveau du pays. Le choix de la France est apparu comme une évidence du fait des difficultés des approches de classification des systèmes financiers et, plus largement, des économies à trouver des pays « similaires ». Dans les typologies proposées par les politistes, qui insistent sur le rôle de l'état, la France et l'Allemagne, souvent pensés comme des idéaux-types des systèmes financiers « *bank-based* », ne sont pas assimilables. Dans les travaux précurseurs de Zysman (1983), la France se caractérise par un *State-led credit based financial system* – qu'on pourrait traduire en système fondé sur le crédit avec prix administrés par le gouvernement (Goux, 1994) – tandis que l'Allemagne présente un *Bank credit based financial system* ou système financier reposant sur le crédit bancaire. Plus récemment, les

travaux de Clift (2012) confirment cette distinction entre la conception sociale et ordolibérale du marché (« *ordoliberal 'social' market* ») en Allemagne et la conception dirigiste du marché (« *'dirigiste' market* ») en France. La France est dans un premier temps vue comme une « valeur aberrante » dans les travaux pionniers sur les variétés de capitalisme. La taxonomie initiale de Hall et Soskice (2001) qui oppose les économies coordonnées de marché (*Coordinated Market Economies*) aux économies libérales de marché (*Liberal Market Economies*) ne classe la France dans aucune des catégories. Cette lacune est comblée par l'adjonction d'une troisième catégorie, à savoir les économies mixtes de marché (*Mixed Market Economies*) qui, bien que fonctionnelle, peut être considérée comme *ad hoc* (Hancké *et al.*, 2007).

L'analyse de la performance demeure centrale dans mes recherches mais dans une acception large. Mes recherches de doctorat ont largement porté sur la performance des entreprises cibles d'une opération LBO (optique de finance d'entreprise et entrée par les investis) et non sur celles des fonds de *private equity* qui sont, d'un point de vue réglementaire, des produits financiers (optique de finance de marché et entrée par les investisseurs/épargnants). Cette orientation trouve son origine dans ma volonté d'effectuer mes recherches doctorales sur le processus de financiarisation et ses conséquences à l'échelle microéconomique. Très récemment, dans le cadre d'un ouvrage de synthèse sur le *private equity* (Bédu *et al.*, 2022), j'ai pu aborder la performance des firmes de *private equity*, c'est-à-dire des sociétés de gestion. Un point important mérite d'être souligné dès à présent ; il sera développé plus longuement dans ce mémoire. Les sociétés de gestion ont su s'affranchir, pour partie, de la performance des produits financiers qu'elles distribuent, c'est-à-dire de la performance des fonds, dans le calcul de leurs revenus qui dépendent essentiellement de la taille des fonds – de commissions calculées en fonction des encours sous gestion. Alors qu'elles imposent la rentabilité des activités et non le volume d'affaires comme critère de gouvernance des entreprises dans lesquelles elles investissent, les sociétés de gestion ont réussi à imposer le contraire à leurs propres investisseurs. Ces pratiques de commissionnement ne sont pas circonscrites aux sociétés de gestion dans l'industrie du *private equity* et mais sont communes à l'ensemble de la profession de gestionnaire d'actifs ; ce sont des régularités observées dans l'ensemble de l'industrie financière et bancaire qui ont fait l'objet, sur les dernières années, d'une contestation avec l'émergence des acteurs de la *finTech*.

Mes recherches visent donc à étudier le lien entre le comportement des agents et leurs performances. Plus précisément, la performance des entreprises financières est entendue comme la capacité à imposer leur représentation de leurs fonctions et à rendre légitime leurs pratiques et leurs organisations. Rappelons ici que cette conception de la performance inclut la vision plus classique de la performance qui s'articule autour de la recherche de positions dominantes – dans une optique de microéconomie et d'économie industrielle – et de la proposition de rendements élevés (ajustés du risque) aux investisseurs – dans une perspective d'économie financière. Les pratiques et activités des sociétés de gestion d'actifs demeurent

ainsi fortement assujetties à des impératifs de nature économique. Certains d'entre eux ont bénéficié d'une traduction réglementaire (par exemple la responsabilité fiduciaire qui stipule que le patrimoine financier géré par une société de gestion doit l'être au seul bénéficiaire financier de l'investisseur/épargnant) tandis que d'autres sont devenus des objectifs de politique industrielle (par exemple la politique des « champions nationaux » dans les secteurs bancaire et assurantiel). Dans les deux cas, l'action publique est centrale, et une attention particulière a été portée dans mes recherches au rôle de l'État, aux formes et aux transformations de l'intervention publique (*cf.* chapitre 2), justifiant par ailleurs la réduction du champ évoquée précédemment.

Les propos tenus ci-dessus présentent davantage mon parcours intellectuel et de quelles manières mes questionnements de recherche ont pu émerger et ma réflexion se déporter sur d'autres sujets de recherche. Les deux sections suivantes s'attachent à présenter les orientations générales de mes travaux actuels et de mon agenda de recherche, les méthodes de recherche mobilisées ainsi que les postures revendiquées. Elles sont également l'occasion de cerner les apports de mes travaux dans le champ de la finance qui s'appuient sur deux piliers : (i) la complémentarité des échelles d'analyse (macro, méso et micro) pour comprendre la dynamique de transformation des systèmes financiers et (ii) Un focus sur la dynamique endogène de la transformation.

1. Échelles macro-institutionnelle, méso-sectorielle et micro-sociale

En première approximation, l'échelle macroéconomique semble être le niveau d'analyse pertinent pour expliquer les évolutions de systèmes financiers. La justification de ce constat est aisée. Dans les pays « *bank-based* », les établissements bancaires financent l'ensemble des activités productives effectuées sur le territoire national. Il existe bien sûr des relations de proximité spatiale entre banquiers et entreprises financées qui font que ces dernières s'adressent d'abord aux banques les plus proches géographiquement – ce constat devant être nuancé compte tenu de l'évolution des pratiques des banques en lien avec l'adoption des TIC – mais il est possible d'avancer, sans altération excessive de la réalité, que les entreprises en besoin de financement disposent d'une offre de crédit qui s'exprime essentiellement à l'échelle nationale. Celle-ci s'impose également pour étudier le développement des marchés financiers qui est traditionnellement approximé par le ratio entre la capitalisation boursière et le PIB, soit deux indicateurs macroéconomiques. Rappelons ici qu'un pays est considéré comme « *market-based* » ou « *bank-based* » en fonction de sa position relative par rapports aux autres pays. En d'autres termes, les marchés financiers ne sont pas nécessairement absents dans les pays « *bank-based* » tandis que les banques demeurent des acteurs importants dans le financement de l'économie dans les pays « *market-based* ». Le ratio de capitalisation boursière sur PIB auquel il convient d'adjoindre celui du volume de crédits bancaires sur PIB permettent certes d'établir

des constats sur les types de systèmes financiers et les évolutions observées mais ne renseignent pas sur les fondements de ces dernières.

Le terme d'échelle macro-institutionnelle nous paraît plus approprié que celui d'échelle macroéconomique pour rendre compte de la dynamique de transformation des systèmes financiers. Une approche macro-institutionnelle s'intéresse moins aux ordres de grandeur et à leurs variations qu'aux institutions qui les soutiennent. Il existe une pluralité de définitions de ce que sont les institutions qui varient au gré des écoles institutionnalistes et des disciplines (institutionnalisme historique, néo-institutionnalisme sociologique, nouvelle économie institutionnaliste). Le but de ce mémoire n'étant pas d'en expliquer les différences, ni mêmes d'en analyser les apports ou les limites, nous garderons à l'esprit que les institutions sont, en reprenant la définition de synthèse proposée par Montalban (2017), « *l'ensemble des croyances collectives, pratiques collectives, règles et systèmes de règles, qui se reproduisent durablement dans la pratique* ». Un système financier peut être défini comme un domaine institutionnel (Amable, 2005) dont la configuration évolue et se stabilise en fonction des institutions. Ainsi, un système financier est le produit de croyances, de pratiques et de règles quant aux modes de financement de l'économie – des entreprises, des ménages et de l'État – médiatisées par les marchés financiers et les banques. L'opposition entre les marchés financiers et les banques – entre le financement par le marché ou par les banques pour davantage de précision, a été longtemps traduite sous la forme d'une opposition entre un capital impatient (court termiste) et un capital patient (long termiste) (Deeg et al., 2016). Elle participe à entretenir une ambiguïté sur le rôle des banques qui sont devenues des animateurs incontournables sur les marchés financiers. En l'absence d'institutionnalisation de l'intermédiation financière et du métier de gestionnaire d'actifs – c'est-à-dire de transformations sectorielles – on pourrait imaginer que les marchés financiers ne connussent un tel développement.

L'échelle mésoéconomique se conçoit comme un niveau d'analyse pertinent pour comprendre les transformations des systèmes financiers pour trois raisons principales. Premièrement, elle met en lumière la dynamique d'évolution des institutions. Un système financier se transforme à mesure que se développent ou que se maintiennent les croyances et les représentations dans le secteur financier. Bien qu'un système financier particulier, c'est-à-dire une configuration institutionnelle, exerce une influence sur les comportements des entreprises de la finance, il ne les détermine pas complètement. Deuxièmement, une approche mésoéconomique permet d'éviter l'écueil d'une vision strictement microéconomique des comportements qui sont encadrés dans un contexte plus large. Il est possible d'observer des régularités dans les pratiques – notamment une homogénéité dans l'élargissement du périmètre d'activité avec le développement de la gestion d'actifs – qui s'expriment à l'échelle sectorielle. Une approche mésoéconomique est donc fondée lorsqu'on postule que les entreprises de la finance constituent une industrie (ou un secteur) animée par des logiques de production et d'organisation qui lui sont propres. Troisièmement, une approche mésoéconomique offre une certaine « plasticité »

analytique car elle laisse au chercheur la possibilité de définir les contours de son échelle méso. Nous préférons à la notion de mésoéconomique celle de méso-sectorielle qui tient davantage compte de la dimension industrielle présente dans mes travaux. L'approche méso-sectorielle défendue ici ne se coupe donc pas de l'étude des comportements et des stratégies des acteurs et n'exclut pas l'échelle microéconomique de l'analyse.

L'échelle microéconomique est abordée sous deux angles qui s'intéressent d'une part aux entreprises financières et d'autre part aux individus ou personnes de la finance. Nous faisons l'hypothèse que les comportements stratégiques des entreprises de la finance, les mutations du secteur financier et les transformations du système financier s'appuient sur des idées – éventuellement érigées en idéologies – portées par des « individus clés » et partagées au sein de groupes élitaires justifiant notre choix du terme d'échelle micro-sociale¹. Nous suggérons donc que le point de départ est le travail politique des individus de la finance, effectué d'abord dans un cadre national, et non une contrainte exogène à l'échelle internationale – la libéralisation et la globalisation financières. En d'autres termes, nous contestons la conception d'une transformation des systèmes financiers dans une logique strictement « *top-down* ». Il ne s'agit pas pour autant de lui opposer frontalement une logique « *bottom-up* » du fait des rétroactions qui s'établissent entre les trois niveaux d'analyse. Au moment de la rédaction de ce mémoire, cette hypothèse n'est que partiellement vérifiée et sa validation sera au cœur de mon agenda de recherche sur les réseaux des élites financières.

2. Dynamique endogène du changement

Mes travaux ambitionnent de saisir le caractère endogène du changement dans le champ de la finance entendu comme un écosystème complexe regroupant des environnements (le système financier et le secteur financier), des organisations (les entreprises financières et les institutions de régulation) et des individus sociaux (les élites financières). À cette fin, ma démarche de recherche consiste à analyser conjointement les pratiques des acteurs qui donnent naissance à des régularités sectorielles – et donc à des comportements dominants relativement homogènes à l'échelle de l'industrie – d'une part et la performance de ces comportements individuels et sectoriels qui impulse la dynamique de transformation du système financier d'autre part.

2.1. Analyse des comportements et rôle de l'action publique

L'étude des comportements des entreprises et des industries de la finance s'appuie sur trois cadres d'analyse. Le premier relève de la sociologie économique et plus précisément de la théorie des champs de Fligstein (2001, 2013) et Fligstein et McAdam (2011, 2012) tandis que

¹ Il s'agit d'un emploi profane pour le sociologue qui lui préférera celui d'échelle méso-sociale pour caractériser un réseau social. L'usage qui en fait dans ce mémoire vise à distinguer l'individu porteur de croyances et de convictions engagé dans des relations sociales de l'individu microéconomique.

le second est issu de l'économie industrielle et s'inscrit davantage dans le courant « dynamiques industrielles » ou « *industrial dynamics* » (Carlsson, 1992, 2016) sans renier les apports du courant de l'« organisation industrielle » ou « *industrial organization* » de l'école industrielle américaine (Mason, 1937 ; Bain, 1959 ; Scherer et Ross, 1980). Enfin, le troisième renvoie à la théorie évolutionniste en économie de l'innovation (Dosi, 1952, 1988 ; Nelson et Winter, 1982).

La dynamique institutionnelle dans l'analyse de Fligstein est endogène au champ, c'est-à-dire à l'industrie (au secteur), en ce sens où se sont les comportements de ses acteurs qui la soutiennent et la construisent. L'industrie de la finance peut alors se définir comme un espace social dans lequel les règles de fonctionnement définissent les comportements des acteurs qui les interprètent et qui, par conséquent, les définissent en retour. La dimension interprétative est centrale pour l'analyse de la transformation de l'industrie de la finance – qui entraîne celle du système financier – car elle permet de postuler que la compréhension des règles dépend de l'histoire des entreprises qui peuplent le secteur financier, de leurs apprentissages passés et de leurs routines organisationnelles qui sont spécifiques et faiblement reproductibles. Les interprétations divergent donc selon les entreprises, mais certaines d'entre elles sont plus à même de s'imposer au sein du champ selon qu'elles soient portées par des firmes dominantes (« *incumbents* ») ou des firmes dominées (« *challengers* »). Pour Fligstein, les firmes dominantes imposent ce qu'il appelle une « conception de contrôle », c'est-à-dire une représentation du fonctionnement du secteur et des interactions entre les firmes dans un environnement concurrentiel, qui, lorsqu'elle est partagée par l'ensemble des firmes, contribue à stabiliser le secteur et au maintien de la hiérarchie.

Les comportements des firmes dominantes en finance dans une perspective de théorie des champs prennent la forme dans une perspective d'économie industrielle de barrières à l'entrée (par exemple, économies d'échelle et de gamme obtenues par la production de masse de produits financiers) ou d'un fonctionnement en filière (par exemple, la filière de la gestion d'actifs) ou d'une organisation en filiales (par exemple, le modèle de banque universelle). Ces deux lectures partagent le constat que les actions/comportements stratégiques ont pour objectif de contrôler la concurrence, d'éviter une guerre des prix et d'assurer leur survie. Les firmes dominantes sont définies par Fligstein comme celles ayant les ressources matérielles et/ou politiques pour imposer leurs représentations du secteur ; elles correspondent assez fidèlement aux « champions nationaux » dans les secteurs bancaires, assurantiels et de la gestion d'actifs qui partagent une structure concurrentielle de nature oligopolistique.

Un des intérêts de l'approche de Fligstein, comparativement à d'autres courants institutionnalistes, est de prendre en considération l'intervention des pouvoirs publics dont il fait une des sources principales du changement. Selon Fligstein, aucun secteur ne peut exister sans l'État puisque toute activité marchande est encadrée par les pouvoirs publics qui donnent leur légitimité aux règles de la concurrence, aux normes, aux conditions de production et de

commercialisation, etc. Les lois et autres réglementations peuvent représenter des opportunités pour les firmes mais elles peuvent être également créées pour que le secteur soit stabilisé et que la hiérarchie entre les firmes soit maintenue. Les pouvoirs publics peuvent donc alternativement soutenir la conception de contrôle des firmes dominantes et favoriser l'émergence d'une nouvelle conception de contrôle. Puisque l'État détermine les activités et les pratiques financières autorisées et choisit les acteurs en droit de les exercer – ce qui correspond globalement à la réglementation structurelle en finance, son intervention peut freiner ou accélérer l'invasion du champ (secteur) par des firmes appartenant à un champ (secteur) proche en termes fligsteinien ou créer ou supprimer des barrières à l'entrée de nature réglementaire dans le langage de l'économie industrielle.

L'invasion constitue chez Fligstein une autre source importante de la déstabilisation de la conception de contrôle et donc d'un secteur. L'industrie de la finance a connu une forte contestation après la crise financière de 2007-2008 qui a soutenu l'émergence rapide des acteurs de la *finTech* (*start-up* et géants du numérique tels que les GAFAM et les BATX²). L'invasion – qui correspond à une concurrence potentielle devenant une concurrence effective en économie industrielle – trouve son origine dans un changement technologique majeur, à savoir la révolution du numérique qui, en tant que technologie générique et transversale, offre de nombreuses opportunités technologiques. Du fait que la dynamique technologique comme facteur de changement est peu étudiée en tant que tel dans la théorie des champs, une approche évolutionniste en termes de Systèmes Sectoriels d'Innovation et de Production ou SSIP (Malerba, 2002) permet d'enrichir l'analyse. L'approche des SSIP – qui relève d'une démarche de « dynamiques industrielles », vise à expliquer les transformations sectorielles à partir des processus d'innovation et d'interaction entre acteurs affectant en permanence les structures de marché et les frontières du secteur ; elle est pleinement compatible avec la théorie des champs.

2.2. Performances des acteurs et transformations des systèmes financiers

Notre définition de la performance des firmes financières évoquée précédemment se concilie facilement avec celle de la conception de contrôle chez Fligstein. Toutefois une distinction doit être faite entre une conception extensive de la performance des acteurs de la finance (firmes financières, institutions de régulation, individus) pensée comme leur capacité à imposer leur conception de contrôle et une vision plus restrictive de celle-ci. Au sens étroit, la performance prend la forme, entre autres, de créations de richesses ou d'emplois, d'obtentions de revenus élevés et de positions dominantes dans les oligopoles mondiaux de l'industrie financière ou encore d'attraction des flux nationaux et internationaux de capitaux. Parce qu'elle satisfait les objectifs économiques – et politiques – poursuivis par les pouvoirs publics, la performance au sens étroit ou *performance économique* est une composante de la performance au sens large ou

² GAFAM et BATX sont deux acronymes pour désigner respectivement les géants américains du numérique (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft) et leurs homologues chinois (Baidu, Alibaba, Tencent, Xiaomi).

performance politique. La stabilisation de l'industrie de la finance et la reproduction des firmes dominantes dépendent donc à la fois de leurs ressources matérielles et/ou politiques pour imposer leur conception de contrôle (perspective institutionnaliste) et de leurs capacités à remplir les fonctions qui leur sont dévolus par l'État (perspective fonctionnaliste). Des rétroactions entre ces deux dimensions doivent être en outre envisagées : (i) la performance économique agit sur la performance politique : la conception de contrôle des firmes dominantes a d'autant plus de chance d'obtenir l'adhésion des pouvoirs publics qu'elle leur permet d'atteindre partiellement (le plus souvent) ou totalement (plus rarement) leurs objectifs. (ii) la performance économique est conditionnée par la performance politique : les firmes dominantes sont *a priori* plus efficaces économiquement (selon les critères énoncés ci-dessus) lorsque leur représentation du fonctionnement de l'industrie est légitimée par l'État.

La performance économique ne constitue pas un indépassable prérequis à la performance politique et il convient ainsi de se préserver de toute perspective purement fonctionnaliste. Une conception de contrôle dont les « résultats économiques » seraient sujets à controverse peut tout à fait bénéficier de l'appui des pouvoirs publics tant que la coalition politique qui la soutient demeure le bloc dominant au sein du champ (de l'industrie). L'écueil d'une approche exclusivement institutionnaliste consistant à nier le rôle de la performance économique doit être aussi évité. Des résultats économiques « mauvais » ouvrent la voie à des contestations politiques – c'est-à-dire l'opposition au bloc dominant – au sein du champ (niveau méso) et à l'échelle de la société (niveau macro). Néanmoins, de « bons » résultats économiques ne garantissent pas l'absence de contestations, notamment lorsque la distribution des résultats économiques est perçue comme inégalitaire, bénéficiant surtout au bloc dominant (Amable, 2016).

L'analyse de la performance politique n'est pas restreinte à l'échelle méso-sectorielle et peut se décliner aux échelles macro-institutionnelle et micro-sociale. Dans le premier cas, il s'agit d'étudier les évolutions des configurations des systèmes financiers qui peuvent favoriser les firmes dominantes ou les firmes dominées selon leurs capacités avérées ou supposées à satisfaire les objectifs des pouvoirs publics. Dans le cas de la France, la conception de contrôle des entreprises de la finance vise assez largement à « s'approprier » certains objectifs des pouvoirs publics ; celles-ci construisent des argumentaires en ce sens. L'industrie du *private equity* en est un parfait exemple, d'autres sont développés dans le manuscrit. Les sociétés de gestion, par le biais d'une association professionnelle *France Invest*, produisent des discours convaincants – appuyés par des études statistiques – sur leur rôle central dans la lutte face au besoin – historique – de financements en fonds propres des entreprises françaises, sur l'importance des fonds de LBO dans la transmission des entreprises familiales ou encore sur celle des fonds de capital-risque dans le financement de l'innovation. Ce travail politique a été couronné de succès. En 2008, le conseil d'analyse économique a publié un rapport dans lequel le LBO est décrit comme « l'atelier de réparation du capitalisme » français (CAE, 2008). Cette

même année et de manière plus importante, l'association professionnelle européenne *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA, devenue *Invest Europe*) classe la France comme le pays européen ayant l'environnement légal et réglementaire le plus favorable au développement du *private equity* (EVCA, 2008).

À l'échelle micro-sociale, la performance politique renvoie à la capacité des individus (des élites financières) à diffuser leurs idées au sein des organisations de la finance qu'il s'agisse des firmes financières et des institutions en charge de leurs régulations. L'analyse vise alors dans une perspective historique longue, d'une part, à étudier la circulation de ces idées et d'autre part, à identifier la traduction de ces idées en nouveaux comportements et nouvelles réglementations qui donnent naissance à une conception de contrôle au sein de l'industrie de la finance et altèrent le système financier.

3. Positionnement dans le champ de la recherche en économie financière et bancaire

L'orientation multi-scalaire de mes recherches ainsi que la diversité des cadres analytiques mobilisés, issus de l'économie et des autres sciences humaines et sociales, ont pour conséquence un positionnement original dans le champ de la recherche en économie financière et bancaire ; il s'inscrit dans la continuité de celui acquis lors mes recherches doctorales qui m'ont permis d'obtenir la qualification aux fonctions de maître de conférences dans les sections 05 (sciences économiques) et 06 (sciences de gestion).

En première lecture, mes recherches me placent, au sein de l'économie financière, dans la branche de la finance d'entreprise. Les questionnements spécifiques de la finance de marché (évaluation et allocation des actifs, fixation des prix, etc.) et de la macroéconomie financière (liens entre finance et croissance économique, instabilité et crises financières, réglementation des flux de capitaux, etc.) sont relativement périphériques à mes travaux. Mon profil de chercheur ne saurait être réduit à celui d'économiste financier. Mes recherches, qui font largement appel aux « boîtes à outils » de l'économie politique et institutionnelle et de l'économie industrielle et de l'innovation, visent à répondre aux questionnements qui leur sont propres sur le changement institutionnel et la régulation sectorielle en finance d'une part et sur les comportements des entreprises de la finance en termes de production et de vente, les relations de concurrence, les frontières de la firme ou encore le changement technologique d'autre part.

Une deuxième lecture conduit à considérer que mes recherches me situent à la frontière de l'économie et des autres sciences humaines et sociales. Ce constat pourrait trouver une justification dans la publication d'articles dans des revues interdisciplinaires (*Socio-Economic Review* ou *Review of International Political Economy* par exemple) mais il me semble qu'il

doit être amendé à plusieurs titres. En premier lieu, il s'agit de revues scientifiques référencées dans le champ de l'économie par le CNRS et l'HCERES. En deuxième lieu, mes recherches s'intéressent à des phénomènes qui, bien qu'ayant reçu l'attention des chercheurs issus des autres sciences humaines et sociales, sont des phénomènes économiques. En troisième lieu, les détours par les autres sciences sociales poursuivent un seul objectif, à savoir l'enrichissement de l'analyse économique.

Dans ma « pratique » de la recherche en économie, l'administration de la preuve repose à la fois sur les méthodes quantitatives et qualitatives si l'on se réfère à la distinction usuelle – mais relativement simplificatrice – qui traverse le champ des économistes appliquées. De manière schématique, mes travaux en finance d'entreprise sur les effets des LBO sont à ranger dans la catégorie des recherches quantitatives et s'appuient sur les outils statistiques et économétriques tandis que mes recherches en finance menées dans une perspective d'économie politique et institutionnelle d'une part et d'économie industrielle et de l'innovation d'autre part sont construites autour d'une démarche narrative – terme qui nous paraît plus pertinent que celui de démarche qualitative. Cette frontière est relativement perméable, une démarche narrative n'excluant pas les outils statistiques (analyse des réseaux sociaux) qui peuvent se concilier aisément avec des approches d'économie politique et institutionnelle ou d'économie industrielle et de l'innovation. Mes recherches sont donc essentiellement empiriques bien que j'aie pu, très récemment, engagé des travaux en modélisation théorique en microéconomie bancaire dans une démarche de pluralisme méthodologique.

4. Plan du mémoire

La structure du manuscrit s'appuie sur les trois échelles d'analyse – macro-institutionnelle, méso-sectorielle et micro-sociale – investies dans le cadre de mes travaux. Aussi, le plan de ce mémoire n'est pas thématique ; il n'adopte donc pas une présentation par axes de recherche. Les quatre chapitres reflètent davantage ma trajectoire de chercheur et ont pour ambition la mise en cohérence globale de mes travaux et de situer leurs apports vis-à-vis d'un questionnement plus large que ceux qui peuvent être abordés dans le cadre d'articles scientifiques, à savoir la dynamique de transformation des systèmes financiers.

Le premier chapitre propose une discussion critique des principaux cadres d'analyse des systèmes financiers, dont l'objectif est d'identifier les plus pertinents pour expliquer les transformations récentes des systèmes financiers. De manière générale, ce chapitre défend l'intérêt d'une approche d'économie institutionnelle et politique pour comprendre le développement des entreprises de la finance et la transformation des systèmes financiers. De manière plus spécifique, il vise à mettre en évidence comment la diversité des environnements institutionnels se traduit par une diversité de formes organisationnelles d'une part et de configurations sectorielles d'autre part. Ce premier chapitre est l'occasion ensuite, à partir de

l'étude du cas de la France, de contribuer au débat théorique sur les convergences vs. divergences des systèmes financiers et souligne l'intérêt de placer l'étude de la dynamique endogène au cœur de l'analyse des transformations des systèmes financiers.

Le deuxième chapitre investit la question de la dynamique endogène et s'attache à montrer la pertinence de penser la finance comme une industrie. Dans cette optique, nous présentons les principaux emprunts conceptuels et analytiques faits à l'économie industrielle et à ses deux courants de pensée, « organisation industrielle » et « dynamiques industrielles », et proposons une première application dans un cadre global de l'industrie de la finance entendue comme l'agrégation de plusieurs industries financières : bancaire, assurantielle, de la gestion d'actifs, etc. Par ailleurs, ce chapitre souligne l'intérêt d'adjoindre à ce cadre analytique d'économie industrielle de la finance une approche d'économie politique permettant de replacer le rôle de l'État et ses interactions avec les acteurs au cœur de l'analyse de la transformation.

Le troisième chapitre met en application ce cadre d'analyse d'économie industrielle et politique de la finance à partir de l'étude de trois industries de la finance sur lesquelles mes recherches se sont focalisées : l'industrie du *private equity*, l'industrie bancaire et l'industrie des services de paiement et de crédit. Chacune d'entre elles présentent des spécificités qui justifient de ne pas cantonner l'analyse dans le cadre agrégé du secteur financier. Les sociétés de gestion de *private equity* ne commercialisent qu'un seul type de produit (financier) tandis que les banques ont des activités diversifiées et sont présentes sur plusieurs marchés. Enfin, l'industrie des services de paiement et de crédit, qui réunit des acteurs fortement hétérogènes, se caractérise par des frontières non stabilisées. À partir du cas de la France, ce chapitre permet de comprendre, pour chacune de ces trois industries, comment les conceptions de contrôle dominantes et les régularités sectorielles contribuent à façonner la dynamique de transformation du système financier.

Le quatrième chapitre est construit autour de l'hypothèse du rôle central des élites financières françaises dans la diffusion des idées libérales affirmant la primauté du marché dans le fonctionnement de l'économie et qu'elles ont été les architectes des transformations du secteur financier entraînant celles du système financier. Les recherches regroupées dans ce chapitre nous permettent de relativiser l'importance du « tournant libéral » des années 1980 comme cause principale du changement d'une part et de corroborer la thèse d'une financiarisation « à la française ». Ce chapitre aborde dans un second temps les réseaux inter-individuels et inter-organisationnels des élites financières qui se caractérisent respectivement par des individus aux trajectoires socio-professionnelles similaires et une frontière poreuse entre les états-majors des régulés – des entreprises de la finance – et des régulateurs – de l'État. Ce dernier chapitre se veut plus exploratoire ; il jette les bases de mes futures recherches sur les transformations des secteurs et systèmes financiers.

Les transformations des systèmes financiers : convergence, diversité ou hybridation

Ce chapitre est structuré autour de deux travaux, par ordre chronologique. Le point de départ est l'article *Analysing the Uneven Development of Private Equity in Europe: Legal Origins and Diversity of Capitalism* (Bédu et Montalban, 2014). L'article *The Role of Banks and the State in the Shaping of the French Fund Industry* (Granier et Bédu, 2019) est une étape décisive en ce sens où elle conforte ma conviction de la nécessité d'investiguer l'échelle méso-sectorielle (chapitres 2 et 3) et ouvre la voie à des recherches à l'échelle micro-sociale (chapitre 4). Sont également mentionnés dans ce chapitre mes travaux sur le *private equity* (Bédu *et al.*, 2022 ; Bédu et Granier, 2018 ; Bédu et Palard, 2014 et 2021) ou l'industrie de la finance (Auvray *et al.*, 2022).

Depuis les travaux de Gurley et Shaw (1960), Gerschenkron (1962) et de Goldsmith (1969), les marchés financiers et les banques apparaissent comme les institutions représentatives de deux modes de financement distincts permettant de catégoriser les économies nationales. Partant de ce constat, de nombreux travaux durant les décennies 1990 et 2000 – dans le contexte de globalisation financière – ont alors étudié non seulement les déterminants de ce dualisme et, ce à partir d'approches concurrentes et aux fondements théoriques différents (Amable, 2005 ; Hall et Soskice, 2001 ; La Porta *et al.*, 1998 ; Pagano et Volpin, 2001 ; Roe, 2006), mais également ses implications sur le financement et la gouvernances des entreprises (Beck et Levine, 2002 ; Gourevitch et Shin, 2005 ; Hall et Soskice, 2001) ainsi que sur le développement financier (La Porta *et al.*, 2000 ; Levine 2002) ou plus globalement sur la croissance économique (Allen et Gale, 2001a ; Beck *et al.*, 2000 ; Beck et Levine, 2004 ; King et Levine, 1993 ; Levine, 2005 ; Levine *et al.*, 2000 ; Levine et Zervos, 1998 ; Rajan et Zingales, 1998).

Nous proposons, dans un premier temps, une brève synthèse des quatre principales approches – respectivement basées sur l'efficacité économique, la tradition juridique, les choix politiques et les complémentarités institutionnelles – qui animent les débats des années 1990 et 2000 sur les transformations des systèmes des systèmes financiers et qui interrogent – de manière implicite ou explicite – l'existence d'un processus de convergence ou de divergence (ou de persistance). Particulièrement influentes pour certaines d'entre elles, ces approches sont progressivement contestées théoriquement et/ou empiriquement à partir du milieu des années 2000 du fait de leur incapacité à rendre compte du développement des activités de marché dans

les pays « *bank-based* » et de l'émergence d'une cinquième approche montrant que les fonctions des acteurs importent davantage que leur nature dans la transformation des systèmes financiers.

Dans un deuxième temps, nous dressons le constat que les fonctions dévolues aux acteurs financiers varient selon les configurations institutionnelles et que celles-ci exercent une influence sur les formes organisationnelles. Nous mettons ainsi en exergue que l'opposition « banques vs. marchés » – ou plus largement, la variété/diversité des modèles de capitalisme – demeure un axe de différenciation relativement opérant lorsque l'on souhaite comparer les formes organisationnelles des acteurs bancaires et de la gestion d'actifs mais que ce constat doit être davantage nuancé dans le cas du *private equity*.

Dans un dernier temps, l'analyse se resserre sur le système financier français et s'attache à montrer que ni la thèse de la convergence ni celle de la persistance – de la diversité – ne peuvent être totalement validées ou invalidées et que ses transformations depuis la Seconde Guerre mondiale s'inscrivent dans des processus d'hybridation des institutions. Ce constat permet alors de postuler que les transformations des systèmes financiers relèvent d'une dynamique endogène du changement.

1. Apports et limites des approches de la transformation des systèmes financiers

1.1. L'approche par l'efficacité économique des systèmes financiers

Quels sont les avantages du financement bancaire ? Du financement par les marchés de capitaux ? Et de manière plus importante, quel système financier est le plus apte à soutenir la croissance économique ? Ces trois questions sont au cœur du programme de recherche initial de l'approche par l'efficacité économique des systèmes financiers (Allen et Gale, 2001a, 2001b ; Beck *et al.*, 2000 ; Beck et Levine, 2004 ; King et Levine, 1993 ; Levine, 2002, 2005 ; Demirgüç-Kunt et Levine, 2001 ; Levine et Zervos, 1998 ; Rajan et Zingales, 1998)³. Dès le milieu des années 2000, le débat semble clos. Dans un travail de recension des articles comparant les effets des différents systèmes financiers sur la croissance, Levine (2005) apporte la conclusion finale pour les pays développés⁴. Chaque système financier présente des

³ Contrairement à ce que pourraient laisser à croire les références mentionnées ici, le débat est plus ancien et devient plus intense à partir des années 1980 dans un contexte marqué par la libéralisation et la déréglementation financières et des renouvellements théoriques majeurs en économie (théorie des jeux, théories contractuelles de la firme, théorie de l'efficacité informationnelle des marchés).

⁴ Le lien entre développement financier et croissance économique est fragilisé à partir des années 2010, suite à la crise financière de 2007-2008. Plusieurs études ont mis en évidence que la relation n'est pas linéaire, ni même monotone, les effets bénéfiques du développement financier sur la croissance déclinant voire disparaissant pour les pays riches. Sur ce point, voir Arcand *et al.* (2015), Gründler (2021), Rousseau et Wachtel (2011).

avantages⁵ et il n'est pas possible d'affirmer la supériorité d'un type de systèmes financier. C'est davantage le bon fonctionnement et le niveau de développement du système financier qui importent pour soutenir la croissance économique que sa nature.

L'approche par l'efficacité des systèmes financiers postule, toutefois, l'existence d'un processus de convergence – qui serait désirable selon les propos d'Allen et Gale (2001a) – vers le système « *market-based* » ce qui laisse donc à penser que celui-ci est plus efficace. Ce constat repose sur la logique suivante : si le développement financier engendre la croissance économique et comme l'efficacité des marchés financiers augmente, comparativement à celles des banques, à mesure qu'un pays devient riche (Demirguc-Kunt et Levine, 2001) alors il est attendu que les systèmes financiers convergent. Mais il n'y a aucun consensus sur l'existence d'un tel processus. Outre les contestations théoriques que nous aborderons dans les sections suivantes, les résultats obtenus dans les études empiriques (Antzoulatos *et al.*, 2011 ; Bruno *et al.*, 2012 ; Bahadir et Valev, 2015) varient assez fortement selon les mesures et les indicateurs retenus pour caractériser les systèmes financiers, ceux-ci ayant tendance à plus ou moins simplifier la réalité, avec le risque donc d'occulter les transformations ou de les exagérer⁶. Par exemple, ces indicateurs, y compris les plus raffinés, ne disent rien sur l'évolution des pratiques des entreprises financières – principalement les banques – de sorte qu'il est possible que celles-ci s'orientent vers les activités de marché sans que ces indicateurs ne puissent en rendre compte. D'autre part, s'il y a effectivement une convergence des systèmes financiers « *bank-based* » vers les systèmes « *market-based* », existe-t-il d'autres justifications que la seule efficacité des marchés financiers ?

L'analyse des déterminants de la transformation des systèmes financiers n'a jamais été au cœur de l'agenda de recherche de l'approche par l'efficacité des systèmes financiers, la plupart des travaux se limitant finalement à constater plutôt qu'à expliquer les évolutions. Quelques auteurs majeurs font cependant figure d'exception. C'est notamment le cas de Levine dont les travaux (Levine, 1999 ; Beck *et al.*, 2003a, 2003b) vont s'intéresser à cette question suite au développement dans les années 1990 et 2000 de deux courants de recherche explicatifs des

⁵ Selon Levine (2005), le système « *bank-based* » présente trois principaux avantages. Comparativement aux marchés financiers, les intermédiaires financiers – les banques – se caractérisent par une capacité supérieure à (i) obtenir une information de qualité sur les entreprises et leurs dirigeants – supposée améliorer à la fois l'allocation des capitaux et la gouvernance d'entreprise ; (ii) gérer les risques inter-individuels et de liquidité et à lisser les risques inter-temporels ce qui augmenterait l'efficacité des investissements et soutiendrait la croissance économique et (iii) allouer les capitaux de manière à favoriser l'exploitation des économies d'échelle. Le système « *market-based* » offre également trois principaux avantages, sous l'hypothèse de marchés financiers efficaces. Comparativement aux intermédiaires financiers, les marchés financiers (i) fournissent des incitations plus fortes à l'investissement en R & D pour les entreprises, (ii) améliorent la gouvernance d'entreprise, notamment le contrôle des dirigeants et (iii) offrent une gestion plus efficace des risques qui sont distribués entre plusieurs acteurs.

⁶ Les indicateurs utilisés dans les études des années 2000, sont simplistes. Les principaux renvoient à la structure du capital des entreprises, au poids des crédits bancaires dans le PIB ou la capitalisation boursière rapportée au PIB. Les travaux des années 2010 mobilisent des panels d'indicateurs plus riches, distinguant par exemple pour les banques la nature des emprunteurs – entreprises et ménages – (Léon, 2018) ou le poids des dépôts dans leur passif (Antzoulatos *et al.*, 2011).

évolutions des systèmes financiers : l'approche par les traditions juridiques – mieux connue sous le nom de *law and finance* – et d'un ensemble de recherche que nous qualifions ici d'approche par les choix politiques.

1.2. L'approche par les traditions juridiques

Selon ce courant de recherche, les différences de développement financier ont une « *origine légale* ». L'idée initiale peut être résumée comme suit⁷ : les marchés financiers sont plus développés dans les pays de *common law* que dans ceux de tradition civiliste ou de *civil law* car les systèmes juridiques fondés sur la *common law* garantissent une meilleure protection des intérêts des actionnaires et des investisseurs (La Porta *et al.*, 1997, 1998, 1999, 2000, 2008). L'approche par les traditions juridiques (*law and finance*) fait état d'une diversité des systèmes financiers et soutient l'idée que ces derniers ne peuvent pas converger. Le courant de la *law and finance* a été particulièrement influent dans les années 2000 et 2010. De très nombreux travaux ont mobilisé la taxonomie élaborée par ce groupe restreint de chercheurs⁸ ou leurs indicateurs, les variables indiquant l'« *origine légale* » et mesurant le niveau de « *protection des investisseurs* » étant de loin celles les plus utilisées dans les travaux empiriques en coupes transversales en finance (Schiehll et Martins, 2016). D'autres ont cherché à vérifier le pouvoir prédictif sans qu'un consensus ne puisse être établi. La tradition juridique détermine les différences de développement financier entre les pays selon Beck *et al.* (2003a, 2003b⁹) mais plusieurs travaux ont invalidé empiriquement ce résultat (Armour *et al.*, 2009a, 2009b ; Bédu et Montalban, 2014 ; Rajan et Zingales, 2003a ; Spamann ; 2010).

Au-delà de la contestation empirique, de nombreuses critiques ont été adressées à la *law and finance*. Parmi ses détracteurs, les juristes et les politistes ont été les plus virulents, reprochant une faiblesse méthodologique dans la codification quantitative du droit (Siems, 2005 ; Pistor, 2009 ; Spamann, 2010) ou encore une focalisation exagérée sur la seule explication juridique du développement financier au détriment des déterminants politiques (Pagano et Volpin, 2001 ; Rajan et Singales, 2003a, 2003b ; Roe, 1994, 2000, 2003, 2006). Mais la critique la plus fondamentale est que cette approche se situe dans une impasse conceptuelle et théorique dans la mesure où si la protection des investisseurs est dépendante – intégralement déterminée – par la tradition juridique, aucune évolution ne peut être attendue puisqu'une « *origine légale* » est considérée comme donnée – exogène. Cette impasse a deux conséquences. Premièrement, si ce courant a le mérite de reconnaître l'importance des institutions – légales – et des configurations

⁷ L'analyse de l'influence de la tradition juridique a été étendue à plusieurs domaines institutionnels, notamment le marché du travail (Botero *et al.*, 2004), la *law and finance* devenant la théorie de l'origine légale à partir du début des années 2000.

⁸ Mentionnons ici, de manière anecdotique, que ces quatre auteurs principaux, à savoir La Porta, Lopez De Silanes, Schleifer et Vishny, ont été cités dans plusieurs travaux sous le sigle LLSV témoignant de l'intérêt suscité par leurs travaux au sein de la communauté scientifique.

⁹ De très nombreux travaux empiriques non cités ici confirment les résultats de Beck, Demirgüç-Kunt et Levine.

institutionnelles pour expliquer le développement financier, le changement institutionnel ne peut pas être envisagé dans cette approche. Deuxièmement, un haut niveau développement des marchés financiers dans les pays « *bank-based* » est théoriquement impossible.

1.3. L'approche par les choix politiques

Les différences de développement financier ont des fondements politiques et non une origine légale. Telle est la conclusion de ce courant dans lequel nous plaçons les travaux de Pagano et Volpin (2001), Rajan et Zingales (2003a, 2003b), et Roe (1994, 2000, 2003, 2006). Pagano et Volpin (2001) rappellent que l'histoire récente des marchés et systèmes financiers est riche de cas où leurs évolutions résultent d'abord de l'intervention des pouvoirs publics. Le développement inégal des marchés financiers reflète l'existence de différentes coalitions politiques qui, selon les pays et les époques, bénéficient d'un rapport de force plus ou moins favorable leur permettant éventuellement d'influencer – de capturer – l'action de l'État. Aussi est-il tout à fait possible que les marchés financiers puissent connaître des phases d'expansion et de repli au sein d'un même pays. La protection des investisseurs et, donc, le développement des marchés financiers varient essentiellement selon les intérêts économiques des forces politiques aptes à s'imposer bien qu'un phénomène de convergence soit à l'œuvre dans les années 1990 (Pagano et Volpin, 2005).

L'existence d'un développement monotone des marchés financiers est réfutée empiriquement par Rajan et Zingales (2003a, 2003b) qui montrent que de nombreux pays dont la France ont atteint des niveaux de développement financier plus élevés avant la Première Guerre mondiale que dans les années 1980. Leurs travaux – qui remettent en cause le pouvoir explicatif de la *law and finance* – s'intéressent davantage aux firmes financières, ce qui constitue un apport important par rapport aux approches que nous avons mentionnées précédemment (*cf.* chapitres 2 et 3). Ils distinguent deux catégories : les firmes en place – les *incumbents* – et les nouveaux entrants – les *newcomers*. Si le développement financier est une source de profits pour les firmes financières en place, il est de nature à générer davantage de concurrence. Elles ont intérêt à mettre en place des barrières à l'entrée tel qu'un système financier sous-développé, synonyme chez Rajan et Zingales d'un système financier inefficace¹⁰. Toutefois, ces comportements stratégiques ne sont plus d'aucune utilité et sont même contreproductifs une fois que les marchés financiers nationaux sont ouverts à la concurrence étrangère. Par ailleurs, les firmes en place ont intérêt à soutenir politiquement le développement financier lorsqu'il est associé à des opportunités économiques tel que le développement du commerce international ou, au niveau européen, la construction du marché unique et l'introduction de l'euro qui soutiennent la convergence. Deux critiques méritent d'être faites à cette théorie d'économie politique du

¹⁰ Chez ces auteurs et beaucoup d'autres, l'efficacité d'un système financier repose principalement sur le respect des droits de propriété, la transparence des informations comptables et financières et la mise en application des termes du contrat.

« développement financier par les groupes d'intérêt ». La première est que ces événements majeurs sont considérés comme des contraintes exogènes. Or, considérer qu'ils ne soient pas le fruit de négociations et de compromis politiques avec des enjeux économiques est une position difficilement tenable. Ensuite, la dimension politique est réduite à sa plus simple expression dans l'analyse, fondée uniquement sur la prédiction de processus de collusion et de capture de l'État.

Les coalitions politiques ne s'agglomèrent pas nécessairement à partir d'intérêts purement économique mais répondent également d'idéologies communes (Roe, 1994, 2000, 2003, 2006). Aux États-Unis, la fragmentation du système bancaire – comparativement à celui en place en Europe – trouve son origine dans la crainte populaire d'une concentration du secteur bancaire qui engendre donc une régulation des pouvoirs publics visant à la limiter. La thèse des fondements idéologiques pour expliquer les transformations des systèmes financiers est une grille de lecture pertinente. Elle permet de considérer que la formation d'idées et de représentations, en acquérant le statut d'idéologie, en constituent le point de départ (*cf.* chapitre 4) et d'expliquer les phénomènes de convergence et de divergence entre les pays. Plusieurs limites sont adressées à cette analyse. Nous en retenons deux parmi celles-ci. Sur un plan empirique, la thèse des fondements idéologiques n'est pas vérifiée dans le cas de l'Allemagne ou de la France dont les gouvernements de centre gauche ont pu favoriser le développement financier (Cioffi et Höpner, 2006)¹¹. Dans le cas la France, l'intensité de l'intervention de l'État dans la modernisation du système financier est relativement constante sur la période 1980-2010 (Granier et Bédu, 2019) durant laquelle se succèdent des gouvernements de gauche et de droite. Sur un plan théorique, l'analyse reste muette sur le rôle des configurations institutionnelles dans la formation des idéologies.

1.4. L'approche par les configurations institutionnelles

L'analyse des transformations des systèmes financiers n'est pas au cœur du programme de recherche de cette approche dont les travaux portent sur l'existence de modèles de capitalisme différents et leur persistance. Toutefois, cette approche laisse la porte ouverte à de possibles transformations des systèmes financiers, bien qu'elle les ait – largement – sous-estimés (Bédu et Montalban 2014, Granier et Bédu, 2019), et met à disposition des outils conceptuels – les complémentarités institutionnelles et le changement institutionnel – à partir desquels il est possible de les analyser. Ces outils n'ont cependant pas le même sens selon les deux écoles au sein de cette approche.

Le courant de la variété des capitalismes ou « *Variety of Capitalism (VoC)* » (Hall et Soskice, 2001, 2002, 2003) a pour objet d'analyse la firme qui fait face à des problèmes de nature

¹¹ Sur ce point, un glissement vers la droite des parties de gauche a pu être observé (Darcillon, 2015), expliquant alors ce résultat.

relationnelle dans cinq domaines – ou sphères – différents¹². La résolution de ces problèmes de coordination passe par des mécanismes de marché – principe de mise en concurrence – et le recours à des contrats formels dans les économies libérales de marché (*Liberal Market Economies* ou *LME*) et par des mécanismes non marchands et non contractuels – principe de collaboration – et des interactions stratégiques dans les réseaux des firmes dans les économies coordonnées de marché (*Coordinated Market Economies* ou *CME*). Chaque modèle de capitalisme offre des avantages comparatifs institutionnels à l'origine de leur diversité persistante. Seules les institutions susceptibles d'affecter la compétitivité et la survie de la firme sont prises en considération, celles-ci reposant alors sur les complémentarités des relations tissées entre les cinq « sphères », c'est-à-dire des complémentarités institutionnelles. Ces relations sont appréhendées de manière fonctionnelle et le changement institutionnel s'opère lorsque les institutions ne sont plus en mesure d'assurer la survie des firmes, c'est-à-dire lorsque le gain d'efficacité engendré par les complémentarités institutionnelles s'érode, les modèles de capitalisme perdant alors leurs avantages comparatifs institutionnels.

Une thèse centrale de la *VoC* est l'existence d'un isomorphisme institutionnel, c'est-à-dire d'un processus de convergence vers une même forme organisationnelle des firmes encastrées dans une configuration institutionnelle donnée. En se référant à ce cadre d'analyse, un certain degré de similarité entre les firmes financières d'un même pays est donc attendu. Nous abordons ce point dans la section 2 de ce chapitre. D'autre part, si une augmentation de la concurrence sur le marché des biens et des services – par exemple financiers – renforce (diminue) les complémentarités institutionnelles des *LME* (*CME*), les firmes financières des *LME* (*CME*) sont donc théoriquement avantagées (désavantagées). La section 3 de ce chapitre apporte des réponses à ce questionnement à partir du cas de la France.

La tradition de la diversité des capitalismes ou « *Diversity of Capitalism (DoC)* » (Amable, 2005, 2016 ; Amable et Palombarini, 2009) tient compte de cinq domaines institutionnels, dont un concerne le système financier¹³, qui participent à la distinction de cinq modèles de capitalisme¹⁴. Elle se différencie du courant précédent par une échelle d'analyse macroéconomique et une prise en compte de l'action de l'État¹⁵, titulaire de la violence légitime. Elle rejette en outre la lecture fonctionnaliste du changement des institutions et de leurs complémentarités¹⁶. La configuration prise par chaque domaine institutionnel ainsi que leurs évolutions dépendent du rapport de force entre les groupes socio-politiques aux intérêts distincts

¹² Soit (i) les relations industrielles, (ii) l'éducation et la formation professionnelle, (iii) la gouvernance d'entreprise, (iv) les relations inter-firmes et (v) les relations intra-firmes.

¹³ Les quatre domaines sont (i) la nature de concurrence sur les marchés des produits, (ii) les institutions sur le marché du travail, (iii) le système de protection sociale et (iv) le système éducatif.

¹⁴ Soit le modèle anglo-saxon qui correspond aux *LME*, le modèle continental européen, les économies sociales-démocrates, le capitalisme méditerranéen, le capitalisme asiatique.

¹⁵ Il est reproché à la *VoC* de négliger le rôle de l'État. Cette lacune a néanmoins été comblée (Hall et Thelen, 2009).

¹⁶ Lorsque deux institutions renforcent ensemble le groupe social en préservant leurs intérêts, elles sont complémentaires pour ce courant de recherche.

voire antagonistes. En se restreignant à l'analyse des systèmes financiers, cela signifie que leurs mutations et leurs convergences éventuelles ne sont pas tributaires d'une plus grande efficacité économique ou d'une origine légale mais de la prise de pouvoir – légitimée par l'État – d'un bloc social favorable à la libéralisation financière¹⁷, ce qui est confirmé dans le cas de la France (Granier et Bédu, 2019 ; Lemoine, 2013, 2016 ; Quennoüelle-Corre, 2000). À l'échelle internationale, les systèmes financiers peuvent donc soit converger si les coalitions politiques dominantes sont porteuses des mêmes idées – de la même idéologie, soit diverger dans le cas contraire.

En se focalisant sur les équilibres politiques à l'échelle des sociétés humaines, l'école de la *DoC* perd de vue que les comportements et les stratégies des firmes peuvent « produire » de nouvelles pratiques de fonctionnement, opérantes à l'échelle du secteur, qui, une fois érigées en règles formelles et informelles, deviennent des nouvelles institutions. Dans un second temps, ce changement institutionnel menace les complémentarités existantes et donne naissance à de nouvelles. Dans un dernier temps, une altération des compromis socio-politiques et une entrée en crise des modèles de capitalisme sont imaginables. L'oubli de cette approche – d'autant plus surprenant qu'elle met en évidence que les premiers changements institutionnels ont lieu dans la sphère financière dans le cas de la France (Amable et Palombarini, 2017) – est qu'un système financier est bâti sur un secteur financier et donc sur des firmes financières dont l'évolution des fonctions soutient ou non le développement des marchés financiers.

1.5. L'approche par les fonctions des acteurs financiers

Les recherches que nous intégrons dans ce courant relèvent, pour l'essentiel, de politistes (Hardie *et al.*, 2013a ; Hardie et Howarth, 2013) et, dans une moindre mesure, de géographes (Dixon, 2012) s'inscrivant dans le champ de l'économie politique internationale de la finance. Elles partagent le constat que la distinction entre les systèmes « *market-based* » et « *bank-based* » passe sous silence les transformations des pratiques des acteurs financiers, et notamment bancaires. De manière schématique, deux types modèles bancaires coexistent : (i) dans le modèle bancaire traditionnel (« *traditional banking* »), les banques ont des activités de crédit et se financent par les dépôts. C'est ce modèle qui est retenu dans la distinction entre les deux types de système financier. (ii) Dans le modèle bancaire basé sur le marché (« *market-based banking* »), les banques se financent pour partie par l'émission de titres. Les crédits octroyés ne sont pas conservés au bilan (*originate to hold*) mais titritrisés (*originate to distribute*).

L'apport essentiel est de mettre en lumière que la convergence des systèmes financiers repose sur le développement des activités de marché au sein des banques. Mais l'analyse reste limitée

¹⁷ Le chapitre 4 ambitionne de l'identifier dans le cas du système financier français.

pour au moins trois raisons qui méritent d'être citées. Tout d'abord, la conceptualisation de la banque est relativement pauvre dans cette approche. La dichotomie proposée nous paraît fragile car le « *traditional banking* » et le « *market-based banking* » sont dans les faits les deux caractéristiques du modèle de banque universelle. Ensuite, la faiblesse de l'analyse du rôle de l'État peut être regrettée. Alors que les banques sont définies comme des « agents économiques », ayant donc des comportements économiques, l'État, agent économique en besoin perpétuel de financement, est réduit au statut de simple régulateur. Enfin, en se positionnant (trop) frontalement vis-à-vis des travaux de l'économie politique comparative¹⁸, plus précisément ceux de la *VoC* et de Zysman (1983), cette approche a tendance à oublier que les configurations institutionnelles agissent sur les fonctions dévolues aux banques. Notons à ce sujet que les apports de la *DoC* sont passés sous silence. Or, en considérant le cas de la France, la configuration prise par le système de protection sociale – un des cinq domaines institutionnels de la *DoC* – explique que les banques et les compagnies d'assurance soient les principaux promoteurs de la finance de marché (Granier et Bédu, 2019).

2. Environnement institutionnel, fonctions et organisation des firmes financières

La section précédente a posé les fondations de ce travail de mise en cohérence de mes recherches, selon la démarche mentionnée dans l'introduction, en précisant les pistes d'investigation scientifique à suivre pour améliorer la compréhension de la dynamique de transformation des systèmes financiers. La première a trait aux échelles d'analyse pertinentes et la seconde aux « mécanismes » du changement. Elles entretiennent des liens étroits. Aussi convient-il d'analyser le rôle des firmes financières à la lumière des institutions, de leurs changements et de leurs configurations d'une part et des rapports de pouvoir et des coalitions politiques qui agissent sur l'intervention de l'État d'autre part. Par ailleurs, les idéologies et les institutions bien que médiatisées par des organisations sont portées par des individus.

Cette section a pour vocation d'affiner la sélection des cadres d'analyse à retenir pour l'étude de la transformation des systèmes financiers. Reprendre à son compte l'hypothèse de travail de firmes financières comme actrices du changement ne signifie pas qu'elle puisse être acceptée en l'état. Une première série d'interrogations, très simples, mérite d'être traitée dès à présent. Les firmes financières sont-elles identiques selon les pays ? Existe-t-il des spécificités organisationnelles et fonctionnelles qui varient en fonction des configurations institutionnelles ? Il s'agit d'aller au-delà des différenciations usuelles – banques, compagnies

¹⁸ D'aucun pourrait penser que derrière cette critique se cache une opposition entre courants de pensée, entre les sous-champs de l'économie politique internationale et de l'économie politique comparative dans le champ de l'économie politique de la finance. Schématiquement, le premier s'intéresse aux différences entre les systèmes financiers nationaux, le second aux différences entre les systèmes financiers à l'échelle des modèles de capitalisme.

d'assurance, sociétés de gestion d'actifs, etc. – et de porter le questionnement sur chacune des catégories.

2.1. Une convergence vers le modèle de banque universelle ?

Le modèle de banque universelle (*cf.* encadré 1 pour une définition) est généralement considéré comme une création allemande du XIX^e siècle et une caractéristique européenne. Du fait de son adoption par la plupart des pays d'Europe continentale, nous pourrions en conclure, en première approximation, que les systèmes financiers « *bank-based* » – et certaines configurations institutionnelles – soutiennent une forme organisationnelle particulière dans le secteur bancaire. Ce constat est néanmoins loin d'être aussi évident. Lorsqu'on se focalise sur les cinq pays qui ont fait l'objet d'une attention récurrente dans l'analyse comparative des systèmes financiers – Allemagne, États-Unis, France, Japon, Royaume-Uni, il apparaît que tous, à l'exception logique de l'Allemagne, ont alternativement connu de périodes de séparation des activités bancaires (de détail) et financières depuis le début du XX^e. Par ailleurs, le modèle de banque universelle a eu tendance, sur les quarante dernières années, à s'imposer dans la plupart des pays développés. Il y aurait donc une convergence qui s'expliquerait par la capacité de ce modèle à générer plus de profit lors des phases de prospérité.

Encadré 1. Modèles bancaires et catégories de banque

La désignation de « banque » renvoie à plusieurs modèles bancaires et catégories de banque distincts selon les fonctions assurées, les services proposés, le type de clientèle ou encore la structure actionnariale, etc.

- La *banque de dépôt* s'adresse exclusivement à la clientèle particulière (ménages) dont les dépôts constituent la source de financement. Dans les faits, ce type de banque a quasiment disparu dans les pays développés.
- La *banque de détail* est une banque de dépôt qui propose en plus des services de crédit et des produits d'épargne. Sa clientèle est composée de ménages et de PME.
- La *banque coopérative* (ou *mutualiste*) est une banque dont les clients en sont les copropriétaires – les sociétaires.
- La *banque commerciale* a un actionnariat semblable à celui de la plupart des entreprises cotées.
- La *banque d'affaires* est spécialisée en finance d'entreprise et gère des opérations de fusions-acquisitions. Sa clientèle est exclusivement professionnelle (entreprises, investisseurs, etc.)
- La *banque d'investissement* est un acteur important sur les marchés financiers (introduction en bourse, services de gestion d'actifs et de produits financiers, etc.). La frontière entre banques d'affaires et banques d'investissement est relativement étroite.
- La *banque privée* fait de la gestion de portefeuille pour une clientèle particulière fortunée.
- La *banque en ligne* et la *banque mobile* (ou *néo-banque*) offrent uniquement des services à distance.
- La *banque universelle* désigne une banque, le plus souvent un groupe bancaire, qui propose l'ensemble des fonctions des banques dites spécialisées (banques de détail, d'affaires, d'investissement). Les banques universelles détiennent généralement des filiales spécialisées dans la banque privée et la banque en ligne, voire dans la banque mobile.

Source : adapté d'Auvray *et al.* (2022)

Une lecture plus attentive montre cependant qu'il n'existe pas un modèle de banque universelle, soutenant l'hypothèse d'une diversité des systèmes bancaires et redonnant un certain crédit à l'approche des systèmes financiers par les configurations institutionnelles. Plusieurs spécificités organisationnelles et fonctionnelles corroborent ce constat. De manière générale et exception faite des années qui ont suivi la crise de 2007-2008, l'interventionnisme étatique dans le secteur financier est davantage marquée en France, en Allemagne et au Japon qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Au Japon, le fonctionnement en réseaux financiers des grandes banques universelles (*Keiretsu* financier) lui est spécifique. Le système bancaire allemand présente également des caractéristiques qui lui sont propres et plusieurs types de banques universelles se côtoient. À côté de la Deutsche Bank qui est la grande banque commerciale privée du pays, les *Sparkassen* et les *Landesbanken* de droit public et de taille plus modeste occupent une place importante dans le financement du *Mittelstand* (Brämer *et al.*, 2011) et interviennent à des stades différents de développement des entreprises (Bleuel, 2018). Au Royaume-Uni, les financements aux entreprises accordés par les banques universelles sont généralement de court terme (Banque d'Angleterre, 2014), ce qui contraste avec leurs homologues allemande, française et japonaise qui sont engagées dans des relations bancaires de long terme. Le système bancaire britannique se différencie aussi par le poids important des banques étrangères (environ 50 % du total des actifs bancaires) tandis que les banques nationales règnent quasiment sans partage en Allemagne, en France et au Japon (BIS, 2018) avec environ 95 % des actifs. Les banques françaises et britanniques et, dans une moindre mesure, allemandes ont fortement développé leurs activités à l'internationale, à la différence des banques américaines. Bien que le modèle de banque universelle soit autorisé depuis 1999 aux États-Unis, (*Gramm-Leach-Bliley Act*), la séparation entre les banques d'investissement et les banques de détail reste d'actualité. Si la plupart des grandes banques de détail ont profité de la déréglementation pour développer des activités de marché¹⁹, les principales banques d'investissement ont été moins enclines à devenir des banques universelles²⁰.

2.2. Gestion d'actifs indépendante et gestion d'actifs captive

Comparativement à l'histoire des banquiers et des assureurs, la profession de gestionnaire d'actifs est relativement récente. La gestion d'actifs²¹, principale activité des services

¹⁹ Bank of America, Citigroup, Well Fargo & Co par exemple.

²⁰ JP Morgan Chase, BNY Mellon, Goldman Sachs, Morgan Stanley par exemple.

²¹ Rappelons ici que la gestion d'actifs ne doit pas être confondue – comme c'est souvent le cas – avec *les mutual funds* américains qui correspondent à la gestion collective. La gestion d'actifs peut être effectuée pour compte propre et dans ce cas, le gestionnaire a pour objectif la valorisation des titres financiers qu'il a acquis sur capitaux propres. Lorsque que les actifs sont gérés pour compte de tiers, c'est-à-dire dans le cadre d'une délégation, le gestionnaire cherche à valoriser les capitaux confiés par des investisseurs institutionnels (gestion de portefeuille ou gestion individualisée sous mandat) ou des épargnants individuels (gestion collective).

d'investissement²², a connu un fort développement depuis les années 1980 dans la plupart des pays développés. En 2020, les 50 plus grandes sociétés de gestion d'actifs en termes d'actifs sous gestion se répartissent dans huit pays aux configurations institutionnelles différentes de sorte que la gestion d'actifs n'est pas attachée à un modèle de capitalisme particulier. Les États-Unis dominent sans surprise le classement avec 29 des 50 premières sociétés de gestion suivies de loin par le Canada (5) et le Royaume Uni (5), la France (4), l'Allemagne (2) et le Japon (2), l'Italie (1), les Pays-Bas (1) et la Suisse (1) (Thinking Ahead Institute, 2021). Le constat d'une domination des pays « *market-based* », exception faite des États-Unis, dans la gestion d'actifs n'est pas cependant avérée. En se focalisant sur les 25 premières sociétés de gestion, le classement est même largement modifié, la France (4) se situant au second rang mondial derrière les États-Unis mais devant le Royaume-Uni (1) et la Canada (0). Sur la période 2010-2020, la France, l'Allemagne et le Japon sont des concurrents sérieux au niveau du Royaume-Uni dans la gestion d'actifs. En 2010, ces quatre pays concentrent respectivement 7,8 %, 7,8 %, 7,7 % et 7,3 % des actifs sous gestion. En 2020, le Royaume-Uni s'est légèrement détaché sans que cela ne remette en question le haut niveau de développement des activités de marché dans les pays « *bank-based* ».

L'activité de gestion d'actifs est assurée par trois types de firmes financières : des sociétés indépendantes, des banques ou des compagnies d'assurance. L'organisation de la profession corrobore plutôt fidèlement les typologies existantes des systèmes financiers et des modèles de capitalisme et reste assez dépendante des environnements institutionnels nationaux (Auvray *et al.*, 2022). Deux modèles types de société de gestion d'actifs coexistent selon leur statut juridique : la « gestion indépendante » et la « gestion captive », dans ce dernier cas la société de gestion est le plus souvent une filiale d'une banque ou d'une compagnie d'assurance (organisation conglomérale). De manière générale, les grandes sociétés d'investissement indépendantes sont une spécificité des systèmes financiers « *market-based* » tandis que les banques et les compagnies d'assurance dominent les marchés nationaux des pays « *bank-based* ».

À partir d'une analyse par pays succincte – nous retenons les cinq pays évoqués précédemment, nous pouvons identifier de quelle manière les spécificités des systèmes de protection sociale et leurs évolutions – le changement institutionnel – affectent le développement et l'organisation de la gestion d'actifs.

- Aux États-Unis, l'industrie de la gestion d'actifs comprend quatre types de sociétés de gestion : les grandes firmes d'investissement indépendantes (BlackRock (1^{er})²³, Vanguard Group (2^{ème}), Fidelity Investments (3^{ème}), State Street Global (4^{ème}) par

²² La réception et la transmission d'ordres sur des titres financiers, l'exécution d'ordres d'achat et de vente, le conseil en investissement ou encore la recherche d'investisseurs sont les autres services d'investissement.

²³ Le classement mondial en termes d'actifs sous gestion est indiqué entre parenthèses et concerne l'année 2020. Les données sont celles du Thinking Ahead Institute.

exemple), les banques d'investissement (JP Morgan Chase (6^{ème}), BNY Mellon (8^{ème}), Goldman Sachs (9^{ème}), Morgan Stanley (15^{ème}), les compagnies d'assurance (Prudential Financial (12^{ème}), New York Life Insurance Company (43^{ème}), Metlife (44^{ème})) et dans une moindre mesure les banques universelles (Well Fargo & Co (17^{ème})). Le système de retraite par capitalisation est déterminant dans la configuration prise par le secteur de la gestion d'actifs aux États-Unis. L'importance de la demande des fonds de pension en produits d'épargne crée des conditions *a priori* suffisantes pour une gestion d'actifs indépendante²⁴.

- Le groupe assurantiel Allianz (5^{ème}) règne sans partage sur le marché allemand, loin devant la Deutsche bank (29^{ème}). L'offre de produits financiers d'épargne-retraite par les compagnies d'assurance fait suite aux baisses du taux de remplacement prévues dans les réformes du système de retraite par répartition (Tambarin, 2014). En 2001, une restructuration majeure dans le secteur financier allemand (retour de la forme organisationnelle de la bancassurance) a eu lieu suite à la réforme Riester, qui introduit le principe de retraite par capitalisation, avec la prise de contrôle de la Dresdner Bank, 3^{ème} banque allemande à l'époque, par Allianz. L'objectif, de nature stratégique, est de d'accéder à un réseau d'agences bancaires dense pour des distribuer des contrats d'assurance-vie.
- L'organisation de l'industrie de la gestion d'actifs en France est relativement proche de celle observée en Allemagne à la différence d'un modèle de bancassurance plus développé. Le géant assurantiel français Axa (23^{ème}) et les principales banques françaises (Crédit agricole (10^{ème}), BNP Paribas (18^{ème}) et BPCE (20^{ème})) en sont les principaux acteurs (Granier et Bédu, 2019). Les mutations du système de protection sociale avec l'introduction de dispositifs de retraite complémentaires (PERP et PERCO²⁵) en 2003 vont de pair avec une offre grandissante de produits financiers d'épargne-retraite.
- Au Royaume-Uni, le marché de la gestion d'actifs se partage entre les compagnies d'assurance Legal & General (11^{ème}), les banques universelles (HSBC (26^{ème}) et les sociétés d'investissement indépendantes (Schroders (35^{ème}), Fidelity International (40^{ème})). La faiblesse des taux de remplacement des régimes publics (pensions de base et complémentaires) par répartition et, plus généralement, le déficit de protection sociale ont concouru au développement des régimes professionnels par capitalisation d'une part et à celui d'assureurs « spécialistes » en produits d'assurance-vie, d'assurance-santé et d'épargne-retraite d'autre part. Cette spécialisation des compagnies d'assurance existe également aux États-Unis alors qu'en France et en Allemagne²⁶, les grandes compagnies d'assurance que nous avons mentionnées sont

²⁴ Nous renvoyons le lecteur aux travaux de Sabine Montagne (2006) sur le rôle du gouvernement fédéral et des grandes sociétés de gestion d'actifs indépendantes dans les mutations des pratiques des fonds de pension aux États-Unis.

²⁵ Respectivement Plan d'Épargne Retraite Populaire et Plan d'Épargne pour la Retraite Collectif.

²⁶ L'Espagne et l'Italie sont également concernés.

« généralistes » ; elles offrent une large gamme de produits en assurance vie et non-vie.

- Les grandes banques universelles (Sumitomo Mitsui (27^{ème}), Mitsubishi UFJ Financial Group (32^{ème})) et les compagnies d'assurance-vie (Nippon Life Insurance (36^{ème})) dominent le marché de la gestion d'actifs au Japon dont le système de pensions a connu une évolution à partir des années 2000 similaire à celles observées en Allemagne et en France. Le Japon se différencie de ces deux pays par la place qu'occupent les fonds de pension dans le financement des retraites. Il se distingue également des États-Unis du fait que ces fonds de pension sont directement contrôlés par l'État.

2.3. Le *private equity*, un financement soluble dans n'importe quel système financier ?

Mes recherches ont porté plus spécifiquement sur le développement d'une forme particulière de sociétés de gestion d'actifs, celles spécialisées dans le *private equity* (Bédu et Montalban, 2014), et ont interrogé la validité des typologies existantes des systèmes financiers et des modèles de capitalisme. Il ressort de ce travail portant sur 18 pays européens qu'effectivement une forte protection des investisseurs est associée à un haut niveau de développement de l'industrie du *private equity*. Si ce résultat est conforme aux conclusions de l'approche par les traditions juridiques, il ne l'est qu'en apparence dans la mesure où nous avons pu observer à partir des données de la banque mondiale que la protection des investisseurs a augmenté dans l'ensemble des pays de notre échantillon. J'ai également pu montrer que le développement du *private equity* en Europe s'appuie sur des complémentarités institutionnelles. Le développement des opérations de LBO, qui conduisent généralement à des profondes restructurations des entreprises cibles et potentiellement à des licenciements, est plus important lorsque les marchés financiers sont développés et la protection des travailleurs faible.

Plusieurs configurations institutionnelles – modèles de capitalisme – sont « compatibles » avec le développement du *private equity*. L'industrie du capital-risque s'accommode aussi bien d'un système financier « *market-based* » qui multiplie les possibilités de sortie des fonds par introduction en bourse (*Initial Public Offering* ou *IPO*) ou d'un système financier dans lequel l'État est un financeur important de l'innovation. Les *IPO* ont longtemps été considérés comme la voie royale de l'*exit* pour les sociétés de gestion de *private equity* car elles permettent une valorisation élevée – voire excessive²⁷ – et offrent une liquidité rapide aux titres qu'elles détiennent. Plus récemment, des études ont nuancé ce constat en Europe. L'*IPO* est davantage

²⁷ On peut citer l'exemple de la bulle internet qui a discrédité la profession de capital-risqueur au début des années 2000. Plus récemment, l'engouement de l'industrie du *private equity* pour les *start-up* de la *finTech* n'est pas sans rappeler l'euphorie de la bulle internet (Bédu *et al.*, 2022), la technologie tendant à être survalorisée (Bédu *et al.*, 2021).

l'exception (4 % des sorties) et la cession à un autre fonds de *private equity* (44 % des sorties) ou à une entreprise concurrente de la cible (42 % des sorties) la règle (CMBOR, 2017). De manière générale, cette option de sortie ne concerne que les grosses opérations valorisées à plus de 500 millions d'euros. Les opérations de LBO sont des financements hybrides ; elles nécessitent, d'un côté, des marchés financiers larges et profonds pour attirer des investisseurs institutionnels – d'autres sociétés de gestion d'actifs – qui interviennent en tant que *limited partners* dans les fonds de LBO²⁸ et, de l'autre, sont dépendantes d'un système bancaire développé pour le financement de la dette. En outre, les banques ont été, jusqu'au début des années 2000, des *limited partners* importants, leurs investissements en fonds propres représentant un tiers des levées de fonds (Bédu et Granier, 2018).

L'axe de distinction « juridico-organisationnelle » que nous avons identifié dans la gestion d'actifs entendue au sens large est moins évident dans le sous-secteur du *private equity*. Les sociétés de gestion indépendantes en sont les principaux acteurs dans la quasi-totalité des pays du haut du classement et une convergence organisationnelle vers le modèle américain a pu ainsi être observée au Royaume-Uni et France. Les sociétés de gestion, auparavant filiales des groupes bancaires et assurantiels, sont devenues indépendantes à partir des années 1990. Il s'agit cependant d'un processus diffus et qui s'étale dans le temps car les cessions ont lieu lorsque les filiales ont atteint un certain stade de maturité. Autre particularité de ces cessions, elles prennent la forme de LBO. En 1993, Citicorp Venture Capital, vendu dans le cadre d'un MBO²⁹ par Citigroup à son équipe dirigeante, devient CVC capital partners, le 6^{ème} gestionnaire mondial en termes de levées de fonds (Prequin, 2019). En France, BNP Paribas cède PAI management à ses cadres dirigeants en 2002. En 2013, c'est au tour d'AXA *private equity*. La nouvelle entité nommée Ardian est la 5^{ème} société de gestion de *private equity* au monde. Notons enfin des situations contrastées en Allemagne, pays dans lequel le *private equity* est peu développé, et au Japon. SB Investment Advisers, numéro 2 mondial, est basé à Londres mais appartient à Softbank, le conglomérat japonais spécialisé dans le numérique, et correspond davantage à une structure « *corporate*³⁰ ».

Mes recherches sur le développement inégal du *private equity* en Europe m'ont amené à inscrire deux thèmes dans mon agenda de recherche sur la période 2015-2022. Le premier a trait à l'étude de la filière de la gestion d'actifs et de son organisation et le second au rôle de l'État dans la promotion des industries de la finance. En effet, s'il est admis que la présence

²⁸ Les *limited partners* sont les souscripteurs des parts de fonds de *private equity* dont les gestionnaires sont les *general partners*.

²⁹ Un MBO (*Management Buy-Out*) ou LMBO (*Leveraged Management Buy-Out*) est un LBO dans lequel les employés, le plus souvent des cadres dirigeants, investissent en fonds propres. Il s'agit du type de LBO le plus fréquent (cf. chapitre 3 pour les fondements théoriques). Le contrôle de la cible peut être détenu par un fonds de *private equity* ou par l'équipe dirigeante. Dans le premier cas, il est difficile de distinguer les MBO des IBO (*Institutional Buy-Out*). Nous qualifions les MBO du second type de MBO majoritaires (Bédu et Palard, 2021).

³⁰ Les fonds *corporate* sont spécialisés en capital-risque et détenus par des entreprises non financières. Les grandes firmes industrielles adoptant des stratégies d'innovation ouvertes (*open innovation*) y ont recours afin d'accéder à ou de préempter de nouvelles technologies.

d'investisseurs institutionnels est déterminante pour le développement de l'industrie du *private equity*, il ne faut pas perdre de vue que celui-ci agit en retour car les fonds de *private equity* constituent une classe d'actifs alternatifs permettant de satisfaire la règle d'or de la diversification de portefeuille³¹. Autrement dit, il faut adopter un point de vue sectoriel – mise en lumière du fonctionnement des filières de l'intermédiation financière, pour comprendre l'évolution d'un système financier. D'autre part, ce sont les pouvoirs publics qui encadrent les pratiques d'intermédiation financière et distribuent les agréments dans le cadre de la réglementation structurelle. Le développement de l'industrie du *private equity* en Europe est allé de pair avec d'importantes transformations réglementaires et législatives.

De son classement en 2008 de pays disposant de l'environnement légal et fiscal le plus favorable par l'EVCA à l'introduction des Sociétés de Libre Partenariat (SLP) en 2015³² afin de proposer un véhicule d'investissement semblable aux fonds anglo-saxons en termes de protection des *limited partners*, la France a connu d'importantes transformations de son système financier. Il nous a semblé que la France constitue le cas d'étude le plus intéressant avec ses industries bancaires, de la gestion d'actifs et du *private equity* qui placent ce pays réputé « *bank-based* » parmi ceux dont les systèmes financiers sont les plus développés.

3. Les transformations institutionnelles du système financier français

Le cas de la France appelle toute une série de questionnements au cœur de mes différents travaux. Comment expliquer l'émergence et, de manière plus importante, le développement réussi du système financier français ? Quels en sont les déterminants et les formes ? Le système financier français en tant que domaine institutionnel a-t-il convergé vers le modèle anglo-saxon ? Ou persiste-t-il des différences ? Quels sont les mécanismes du changement institutionnel ?

3.1. Retour sur le débat sur persistance vs. convergence

Le débat sur la convergence du système financier français vers un idéal type anglo-saxon est loin d'être tranché en raison, premièrement, de l'absence d'un tel modèle. Bien que ressemblant, les systèmes financiers américains et britanniques présentent des singularités. Deuxièmement, il convient de clarifier la nature de la convergence analysée. S'agit-il d'une convergence du mode de financement des sociétés non financières et de leur gouvernance³³ ?

³¹ Les fonds de *private equity* sont réputés pour offrir des rendements faiblement corrélés aux performances des marchés boursiers. Plusieurs travaux contredisent ce point de vue (Vitols, 2007 ; Aglietta et Rigot, 2009).

³² Loi n°2015-990 dite « loi Macron ».

³³ La question de la convergence vers la gouvernance actionnariale n'est pas abordée dans ce mémoire d'HDR.

Des activités ? De l'organisation des sociétés financières ? Des cadres de réglementation et de régulation des activités financières ?

Comme nous l'avons mentionné précédemment, les marchés financiers ont connu alternativement des phases d'expansion et de repli en France durant le 20^{ème} siècle. En 1913, la capitalisation boursière atteint 78 % du PIB, soit quasiment le double de celle des États-Unis selon les estimations de Rajan et Zingales (2003a) qui montrent que la tendance s'inverse dans les années 1980 (9 % du PIB en France et 46 % aux États-Unis) avant qu'une convergence ne s'opère dans à la fin des années 1990 (117 % du PIB en France et 152 % aux États-Unis en 1999). Ces valeurs sont à considérer avec prudence selon l'année, l'indicateur ou le périmètre retenus. Mes travaux ne s'intéressent pas spécifiquement aux limites de l'exercice de la mesure du développement financier mais nous pouvons en rappeler quelques-unes. Tout d'abord, si on prend l'année 1997 comme point de référence³⁴, alors la conclusion de convergence de Rajan et Zingales ne tient pas. La capitalisation boursière représente 46 % du PIB en France et 126 % aux États-Unis. Pour l'année 2009, soit 10 ans après la dernière année considérée par Rajan et Zingales, les valeurs observées (72 % du PIB en France et 104 % aux États-Unis), confirment leur constat de convergence tandis que celles de 2016 à 2018 l'infirmement (85 % du PIB en France et 148 % aux États-Unis en 2018). Ensuite, les données sur la capitalisation boursière tiennent compte quasi-exclusivement des sociétés non financières et excluent les sociétés de gestion d'actifs. Enfin, cet indicateur ne capte qu'une part des transactions sur les marchés financiers, laissant de côté les produits dérivés ou les fonds négociés en bourse (*Exchange Traded Funds* ou ETF).

Si la convergence du système financier français vers les activités de marché est peu contestable, la convergence organisationnelle des acteurs de la finance l'est davantage (*cf.* section 2 de ce chapitre). S'agissant de la convergence réglementaire, la conclusion est différente selon que l'on considère les activités financières ou les acteurs. En se limitant à ces premières, le constat d'une convergence à partir des années 1980 peut être posé. Les créations du marché monétaire avec l'introduction des titres de créances négociables et des marchés de produits dérivés (Marché À Terme International de France ou MATIF, Marché des Options Négociables de Paris ou MONEP) en sont des bons exemples. La convergence réglementaire des acteurs – à la base de leur diversité organisationnelle – demeure limitée ne serait-ce que parce qu'il est très difficile d'importer ou exporter une réglementation – une règle ou une institution – à l'identique et qu'elle implique presque toujours une adaptation (Boyer, 2003).

3.2. Les mécanismes de changement institutionnel

³⁴ Les données sont celles de la banque mondiale (indicateurs de développement dans le monde, base WDI).

Dans un article sur le développement de la gestion d'actifs en France (Granier et Bédu, 2019), nous avons montré la voie singulière prise par ce pays. Le modèle de la gestion d'actifs qui y a été développé et couronné de succès – la France étant devenue une place forte de la gestion d'actifs à partir du milieu des années 2000 – est le résultat d'une adaptation historique d'institutions importées³⁵. Ce processus d'hybridation qui crée de nouvelles complémentarités institutionnelles s'est traduit par la persistance de certaines règles, la transformation d'institutions existantes et la création de nouvelles selon les mécanismes à l'œuvre : conversion, superposition/sédimentation, épuisement, dérive, déplacement et altération du compromis socio-politiques (Amable et Palombarini, 2005, 2009 ; Boyer, 2003, 2015 ; Thelen, 2002, 2003 ; Streeck et Thelen, 2005). L'ensemble de ces mécanismes a pu opérer simultanément ou alternativement dans la transformation du système financier français.

Dans la théorie de la conversion institutionnelle, le changement s'opère lorsque les finalités d'une institution sont redéfinies à mesure que le contexte et les comportements stratégiques des acteurs évoluent. La configuration du système financier français a été progressivement modifiée après la Seconde Guerre mondiale pour faire face aux besoins de financement de l'État dans le cadre de la reconstruction, celui-ci disposant d'autre part d'un portefeuille de titres difficilement gérable du fait de sa taille (Senn, 1958 ; Tadjeddine et Cotta, 2011) et de l'étroitesse des marchés financiers nationaux. L'introduction de la gestion d'actifs vise dans un premier temps à répondre à ces deux contraintes. À partir des années 1980, les objectifs sont redéfinis dans un contexte de libéralisation financière à l'échelle internationale et de construction du marché unique des services financiers à l'échelle européenne³⁶. La gestion d'actifs en tant que source de revenus et de financement (*cf.* chapitre 3) sert alors les intérêts des banques qui en sont les principaux acteurs depuis les années 1960. Le développement de la gestion d'actifs au profit des banques (et des compagnies d'assurance) s'est accompagné de nombreuses réformes réglementaires (lois Debré de 1966 et 1967, loi bancaire de 1984, loi de modernisation des activités financières de 1996 entre autres³⁷).

L'introduction de la gestion d'actifs répond également d'une superposition/sédimentation des institutions. Dans la France d'après-guerre, la satisfaction des besoins de financement des pouvoirs publics transite par deux canaux : le circuit du Trésor – ou financement hors marché – qui la principale source de financement jusqu'à son démantèlement dans le milieu des années 1960 et les sociétés de gestion d'actifs – ou financement par le marché – qui « commercialisent » des titres de dette publique. Nous avons pu montrer que la gestion d'actifs

³⁵ La gestion d'actifs pour compte de tiers est en elle-même une institution. C'est une pratique collectivement partagée qui repose sur un ensemble de règles.

³⁶ Notons que la première directive UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) qui date de 1985 prévoit la commercialisation des OPCVM (fonds mutuels) d'un pays membre dans l'ensemble de l'espace européen.

³⁷ La conversion n'est pas nécessairement assimilable à un mécanisme de changement institutionnel si le changement de finalité n'entraîne pas celui des règles (Amable, 2017 ; Amable et Palombarini, 2005, 2009). Dans ce cas, il s'agit davantage d'un changement de stratégie que d'un changement institutionnel.

s'est diffusée de manière progressive dans le temps long, à partir de 1945 et l'introduction des sociétés d'investissement. À la fin des années 1950, le financement par valeurs mobilières des entreprises apparaît comme une priorité dans le cadre du second plan de modernisation et d'équipement (« plan Hirsch »). Le modèle de collecte et d'allocation de l'épargne produit des effets d'éviction au profit des besoins de financement de l'État et au détriment des entreprises. À partir du milieu 1960, la sélection entre les deux institutions s'opère. Les conditions macroéconomiques ont évolué vingt ans après la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le circuit du Trésor n'est pas seulement devenu obsolète – le temps de la reconstruction est révolu, il est accusé de d'entraver la croissance économique et de créer de l'inflation. Le changement institutionnel s'explique alors par les mécanismes d'épuisement et de dérive.

L'importation de la gestion d'actifs en France a entraîné un processus de déplacement de nature réglementaire. Le premier modèle retenu est celui des fonds fermés³⁸ car le statut de société dans le droit français est incompatible avec le modèle de fonds ouverts qui autorise l'émission et le rachat de parts à tout moment – d'être liquide. La création de fonds ouverts (fonds mutuels) implique donc un changement réglementaire. La particularité de la France vis-à-vis de ses voisins européens est d'avoir introduit en même temps deux statuts pour les fonds ouverts : la forme sociétaire (Sociétés d'Investissement à Capital Variable ou SICAV) et la forme contractuelle ou de copropriété (Fonds Communs de Placement ou FCP) par la loi du 26 juin 1957. Cette particularité s'explique notamment par le fait qu'aucun statut juridique n'existe en France pour permettre la création de sociétés à capital variable. La forme de copropriété, qui se veut être la transposition du *trust* anglo-saxon, correspond à la forme choisie par les promoteurs allemands, suisses et belges (Senn, 1958).

Le dernier mécanisme à l'œuvre est un basculement du compromis socio-politique au sein de l'état-major financier français. À la fin des années 1960, un bloc « libéral » regroupant de hauts fonctionnaires du Trésor tels que René Larre, Claude Pierre-Brossolette, Jacques de Larosière, Jean-Yves Haberer, Marc Vienot ou encore Michel Pébereau – appelés à de hautes responsabilités dans le secteur bancaire ou les institutions financières internationales – renverse le bloc dominant « conservateur » au sein de l'institution et dont la – dernière – figure de proue est Michel Pérouse. Ce club de hauts de fonctionnaires défendant le financement de la dette publique aux conditions de marché en lieu et place de celles fixées par l'État dans le cadre du circuit du Trésor (Lemoine, 2013, 2016 ; Quennouelle-Corre, 2000) a également joué un rôle central dans le développement de la gestion d'actifs, en diffusant les idées libérales (*cf.* chapitre 4.)

3.3. Dynamique exogène et dynamique endogène de transformation

³⁸ Ces fonds se caractérisent principalement par le fait que leurs parts sont constitutives d'un capital fixe.

Selon l'approche retenue, certains phénomènes associés aux transformations des systèmes financiers sont considérés comme exogènes sans que cela ne soit avéré ou ne fasse consensus. Pagano et Volpin (2001) associent, par exemple, les programmes de privatisation, l'introduction des fonds de pension et donc les réformes des systèmes de retraite, la distribution de bonus en action ou simplement la diffusion de la culture actionnariale à des chocs exogènes. Tous ces éléments sont de nature libérale et semblent être importés des États-Unis. Mais il est possible de considérer ces phénomènes comme endogènes³⁹. Les restructurations dans le secteur bancaire durant les années 1980 donnent du poids à la nature endogène du changement institutionnel et plus spécifiquement au basculement du compromis socio-politique comme mécanisme de ce changement. Ainsi, à grands traits, la nationalisation des banques d'affaires (par exemple Paribas et Suez) est portée par une coalition politique de gauche qui prend le pouvoir en 1981 et la privatisation de ces mêmes banques en 1986 par un bloc de droite qui renverse le bloc de gauche. Ce sont également des « raisons » politiques – et moins des fondements économiques – qui, à la même époque, conduisent à la fin du contrôle du crédit par l'État, système plutôt efficace en termes de maîtrise de l'inflation (Perez et Westrup, 2010). Dans plusieurs travaux sur la convergence des systèmes financiers, la construction européenne – du marché unique des services financiers – est plutôt mentionnée comme un élément du contexte macroéconomique au même niveau que la libéralisation des mouvements de capitaux. Cette appréciation exogène est difficilement tenable sans qu'il soit nécessaire d'en rappeler ici toutes les raisons, le seul fait que c'est une construction d'un espace politique étant suffisant pour en démontrer la nature endogène.

Le changement institutionnel est endogène lorsque le processus de conversion procède de comportements stratégiques des acteurs, ce qui est le cas de la gestion d'actifs en France. Certes, son émergence tient d'évènements exogènes tels que les conséquences de la Seconde Guerre mondiale. Mais l'effet de la libéralisation financière, si tant est qu'il soit possible de concevoir cette dernière comme un choc exogène (*cf.* chapitre 4), sur le développement réussi de la gestion d'actifs est moins évident du fait que celui-ci s'amorce durant les décennies précédentes et qu'il doit plus aux interprétations des acteurs dominants des règles qui encadrent les pratiques, conduisant de manière graduelle aux transformations des règles – et donc des institutions. La superposition de la gestion d'actifs à côté du circuit du Trésor pourrait être vue comme le résultat de la succession d'évènements exogènes (*cf.* infra) mais ce serait oublier que « l'obsolescence programmée » du circuit du Trésor s'est accompagnée d'une série de réformes portées par un bloc « libéral », la finance de marché étant le produit de la « sélection naturelle ».

Au-delà du débat théorique sur le caractère endogène/exogène des phénomènes socio-économiques, il existe aussi une raison – voire un intérêt – plutôt de nature méthodologique à définir un « évènement » de manière exogène. Elle a trait à un problème qui affecte les modèles

³⁹ Par souci d'allègement du texte, nous ne fournissons pas d'exemples pour chacun des phénomènes évoqués par Pagano et Volpin (2001).

économétriques – à savoir l’endogénéité entre variable expliquée et variables explicatives, notamment basée sur une causalité réciproque. Il y a là pour les économistes un défi majeur à relever en lien avec les outils utilisés dans l’administration de la preuve qui a conduit la communauté à mobiliser des méthodes de traitement statistique de plus en plus raffinées – par exemple celle des variables instrumentales⁴⁰ – qui bien qu’apportant des solutions à de nombreux problèmes ne sont pas en mesure de tous les résoudre – lorsqu’il n’existe pas d’instruments.

Un problème d’endogénéité en économétrie peut renvoyer à l’existence de configurations institutionnelles différentes. Comme le mentionnent Beck *et al.* (2014) dans un article sur le lien entre croissance économique et niveau d’intermédiation (mesuré par le ratio crédit privé sur PIB) – deux processus affectés par une causalité réciproque, introduire des effets fixes individuelles permet de tenir compte de l’hétérogénéité inobservée des pays qui est une forme d’endogénéité. En prolongeant ce raisonnement, on peut imaginer que derrière le lien causal inverse entre la croissance économique et le niveau d’intermédiation se cache un phénomène de changement institutionnel sans que la méthode économétrique ne puisse le révéler. Dès lors, l’économiste se doit de faire appel – et de reconsidérer – l’intérêt d’autres méthodes, telle que la démarche narrative qui permet alors d’éclairer les « angles morts » non couverts par la modélisation économétrique. C’est cette démarche que j’ai pu suivre dans certains travaux.

⁴⁰ L’exemple le plus marquant en ce qui nous concerne est le lien positif entre les variables de protection des investisseurs (variable explicative) et le développement boursier (variable expliquée). Si la première stimule la seconde, celle-ci agit en retour *a priori* de manière positive sur la première. Il y a donc un problème d’endogénéité. La solution proposée par La Porta *et al.* (1997, 1998) est de recourir à la tradition juridique qui est supposée exogène, expliquer le niveau de protection des investisseurs mais sans agir sur celui de développement boursier. Il s’agit donc bien d’un instrument en économétrie bien que les auteurs ne le mentionnent pas comme tel.

Repenser les liens au sein du système financier : la finance comme industrie

Ce chapitre s'articule autour de mes recherches en économie industrielle de la finance (Auvray *et al.*, 2022 ; Bédu *et al.*, 2021, Miéra *et al.*, 2023) d'une part et de celles ayant trait – directement ou indirectement – au rôle de l'État et à l'action publique d'autre part (Bédu *et al.*, 2023a, 2023b, Bédu et Vanderstocken, 2020 ; Granier et Bédu, 2019).

Quelle place et quel rôle des entreprises de la finance dans la transformation des systèmes financiers ? Ce questionnement apparaît en filigrane dans les approches macro-institutionnelles de la transformation des systèmes financiers sans faire l'objet d'une investigation scientifique. Les firmes financières se voient doter de comportements stratégiques dans certains travaux tandis que d'autres ont mis en avant la diversification de leurs activités. Autant de thèmes qui nous rapprochent des questionnements propres à l'économie industrielle. D'autre part, si les différences organisationnelles des firmes financières s'observent à l'échelle nationale – macro-institutionnelle, elles restent dépendantes du type d'activité financière. Il y aurait donc des régularités et des spécificités qui s'expriment à l'échelle du secteur – de l'industrie.

L'émergence et la transformation de ces régularités d'organisation et de fonctionnement ne sont pas données, ne serait-ce que parce qu'une même institution telle que la gestion d'actifs est interprétée de manière différente. Les pratiques à l'œuvre dans le *private equity*, sous-segment de la gestion collective, sont différentes de celles opérant dans la gestion collective à destination du grand public – des épargnants individuels. En Europe, elles ont donné naissance à deux cadres réglementaires différents, respectivement les directives AIFM et UCITS, ces règles formelles étant édictées postérieurement au développement de la gestion collective. En entrant encore plus dans le détail, les pratiques et le fonctionnement de l'industrie du LBO ne sont pas les mêmes que celles de l'industrie du capital-risque (Bédu *et al.*, 2022).

Les institutions, qui sont le résultat de compromis socio-politiques, se transforment selon la capacité des acteurs concernés à influencer le changement. Leur travail politique s'exprime à l'échelle sectorielle en ce sens où le premier objectif à atteindre est d'établir un bloc dominant qui porte, dans un second temps, une représentation du fonctionnement de l'industrie auprès du régulateur, de l'État. Plus largement, si on postule que les transformations d'un système

financier ne s'analysent pas uniquement à la lumière des indicateurs macro-économiques, il est alors nécessaire de s'intéresser aux acteurs dont les activités font que la valeur de ces indicateurs augmente ou diminue.

Ce chapitre a donc pour ambition de montrer la pertinence de penser la finance comme une industrie. La première section présente les deux grandes traditions théoriques de l'économie industrielle et l'utilité de leurs « boîtes à outils » respectives pour comprendre le fonctionnement et l'organisation de l'industrie financière. Elle défend d'autre part un positionnement méso-économique qui fait du secteur entendu comme un système productif complexe une des principales unités d'analyse et le définit comme un « champ d'action stratégique ». La seconde section investit le(s) rôle(s) de l'État dans la structuration des industries de la finance et porte une attention particulière à sa dynamique d'intervention dans le cas de la France.

1. Intérêts et apports d'une approche d'économie industrielle

1.1. Organisation industrielle vs. Dynamiques industrielles

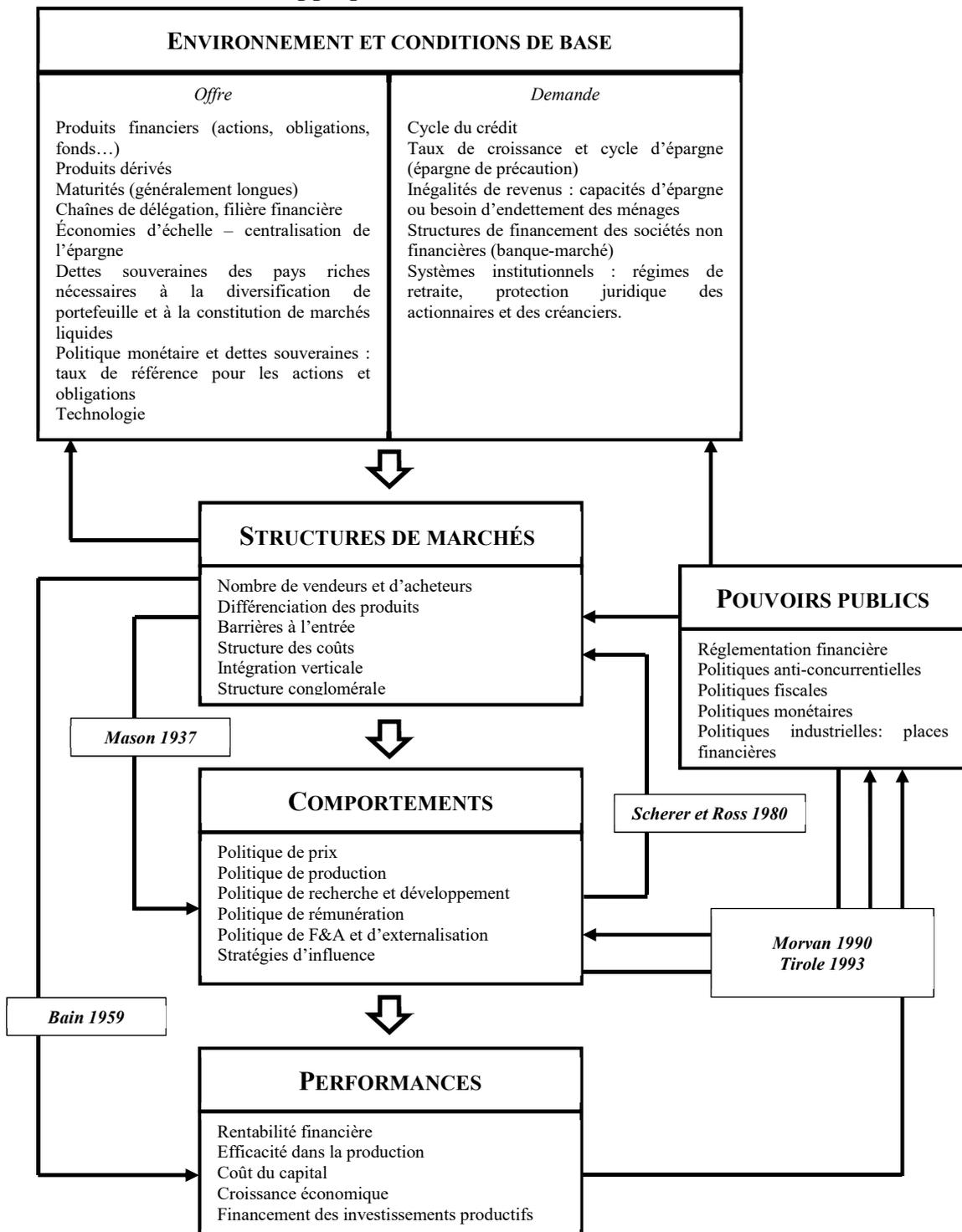
1.1.1. Allocation des ressources, paradigme SCP, modélisation théorique

Le courant « organisation industrielle » s'articule autour de trois approches : le paradigme SCP – Structures, Comportements, Performances – (Bain, 1959), la théorie des marchés contestables (Baumol *et al.*, 1982) et la nouvelle organisation industrielle théorique – ou nouvelle économie industrielle – (Tirole, 1993). Nous en rappelons ici brièvement les éléments de convergence et ceux sujets à controverse. Les trois propositions théoriques (i) ont pour objet d'étude l'allocation optimale des ressources disponibles entre les agents économiques (approche normative), (ii) considèrent que le jeu concurrentiel donne naissance à des équilibres statiques sur les marchés, ces équilibres variant selon les marchés étudiés et (iii) proposent d'analyser ces derniers à partir des structures de marché et des comportements des acteurs (Arena *et al.*, 1991 ; Carlsson, 1987). Le débat porte essentiellement sur la relation entre les comportements et les structures. Dans le paradigme SCP (version de base), ce sont les structures de marché qui expliquent les comportements (approche structuraliste) alors que ceux-ci dépendent de la concurrence potentielle selon la théorie des marchés contestables. Pour la nouvelle économie industrielle, la logique d'influence est inversée, les structures de marché résultent des comportements des agents économiques (approche comportementaliste).

Le modèle SCP a été enrichi à deux niveaux, d'une part, par l'intégration de l'environnement (macroéconomique, juridique, institutionnelle, etc.) et des conditions de base qui affectent les structures des marchés et, d'autre part, par la prise en considération de boucles de rétroaction, notamment entre les structures de marché et les comportements. Son succès scientifique doit

surtout à son potentiel d'opérationnalisation sur un plan empirique (Arena, 1990). Dans le cadre d'un travail collectif (Auvray *et al.*, 2022), nous appliquons ce cadre d'analyse, dans une version remaniée, à l'industrie de la finance (*cf.* figure 1).

Figure 1 : Le schéma *Environnement – Structures – Comportements – Performances* appliqué à l'industrie de la finance



Source : Auvray *et al.* (2022)

Les conditions de base ne pas tenues pour données mais évoluent en fonction des comportements des acteurs et de l'intervention des pouvoirs publics. Ce raisonnement nous amène logiquement à ne pas considérer la réglementation – bancaire et financière – comme des éléments exogènes de l'environnement et justifie l'adjonction d'un « bloc » spécifique pour l'État. L'utilisation de cette grille de lecture se veut aussi fidèle à l'esprit des travaux pionniers de Mason et de Bain en ce sens où il s'agit de décrire le fonctionnement et l'organisation de l'industrie de la finance (approche descriptive et positive) et d'aborder ses performances en fonction d'une grille multicritère⁴¹.

Nous n'avons pas investi la théorie des marchés contestables pour analyser l'industrie de la finance pour plusieurs raisons. Les rémunérations et les modèles de revenu dans le secteur financier ne plaident pas en faveur d'un effet de la concurrence potentielle sur les prix pratiqués par les acteurs dominants sur les différents marchés oligopolistiques qui semblent peu contestables. Ensuite, les hypothèses, particulièrement restrictives sur les coûts (fonction de coût identique pour les entreprises et absence de coûts irrécupérables) ne sont quasiment jamais vérifiées, à l'exception notable du marché des services de paiement sur lequel les acteurs historiques – les banques – ont été contestés par de nouveaux entrants suite à l'émergence des *finTechs*. La conception mono-produit de la firme est une autre limite importante du fait que le conglomérat ou le groupe est la forme organisationnelle dominante dans l'industrie de la finance et que les banques offrent à la fois des services de paiement – peu rémunérateurs – et des services de crédit – principale source de leurs revenus. La modélisation théorique en économie industrielle constitue néanmoins un outil d'analyse intéressant pour l'étude de la concurrence sur le marché des services de paiement. Dans le cadre d'une recherche en cours (Miéra *et al.*, 2023), nous montrons que les activités de paiement et de crédit sont complémentaires et que le modèle économique fondé uniquement sur des services de paiement ne permet pas une allocation optimale des ressources (*cf.* chapitre 3).

1.1.2. Production des ressources, changement technologique, système

La seconde tradition théorique en économie industrielle fait de la production des ressources la question centrale de son programme de recherche initial. La création des biens et services est abordée de manière rudimentaire dans le courant « organisation industrielle » du fait de ses fondations micro-économiques de substituabilité des facteurs de production ; le processus de production suit un schéma universel d'arbitrage. Si les différences de productivité importent dans le choix de la combinaison productive optimale, celles-ci sont figées à court terme – parfois à l'aide d'hypothèses comme le veut la pratique de la microéconomie – de sorte que ce sont les prix (et les quantités produites par les concurrents) et donc le marché qui sont

⁴¹ Deux précisions méritent d'être apportées. Premièrement, le schéma SCP est proposé par Bain à partir des travaux antérieurs de Mason. Deuxièmement, il devient un paradigme suite aux interprétations qu'en ont fait leurs successeurs (Scherer notamment) qui vont lui adjoindre une vision normative.

déterminants. Les processus de production reposent sur des contrats passés sur les marchés (du travail, des biens intermédiaires, etc.). À partir des années 1970, cette voie d'investigation se voit renforcée avec l'essor des courants contractualiste et transactionnaliste qui consacrent une conception du processus de production comme le fruit d'une succession d'échanges dans le cadre de contrats.

Les unités d'analyse envisagées sont de nature différente, ce qui le différencie assez nettement de l'approche « organisation industrielle » qui ne retient que l'industrie dans son acception de marché. Les technologies et les agents économiques en constituent les unités d'analyse de base. Le changement technologique fait l'objet d'un intérêt tout particulier, c'est le mécanisme privilégié pour expliquer les transformations – les dynamiques – industrielles. Dans l'industrie de la finance, le changement technologique peut être envisagée de deux façons. La première renvoie aux technologies de nature générique et à dimension transectorielle telles la mécanisation, l'électronique, l'informatique et le numérique. La seconde a trait aux innovations de produits en finance. On peut penser aux innovations financières telles que les produits dérivés ou la titrisation mais on peut inclure également la gestion d'actifs pour compte de tiers, le *private equity*, les *finTechs*, le *crowdfunding* et le *crowdlending*, les assurances-vie, les fonds indiciels, les fonds de dette privée, etc., soit toutes les technologies de collecte d'épargne et de financement. Nous avons suivi ces deux voies d'investigation du changement technologique qui entretiennent des liens de complémentarité (cf. chapitre 3).

Les agents économiques peuvent être une firme ou une de ses filiales ou encore un site de production mais également prendre la forme de systèmes regroupant des entités (Carlsson, 1992). La « lecture systémique » des activités de production et d'innovation des entreprises a bénéficié d'un fort intérêt de la part de la communauté scientifique, déclinée en plusieurs concepts : systèmes sectoriels d'innovation (Pavitt, 1984), systèmes technologiques (Carlsson, 1992), systèmes nationaux (Lundvall, 1992 ; Nelson, 1993 ; Freeman, 1995 ; Edquist, 1997) ou régionaux d'innovation (Cooke *et al.*, 1997), systèmes sectoriels d'innovation et de production (Breschi et Malerba, 1997, Malerba, 2002) – dont nous proposons une application dans le cadre des *finTechs* de paiement et de crédit au chapitre suivant – ou encore systèmes sociaux d'innovation et de production (Amable *et al.*, 1997). Divergentes sur l'échelle spatiale et l'objet d'analyse (réseau, firme, secteur) pertinents, ces approches se rassemblent pour considérer l'importance des institutions et des pouvoirs publics.

Progressivement, le programme de recherche du courant « dynamiques industrielles » s'élargit et se dote de cinq thèmes centraux (Carlsson, 2016) :

- « *The causes of industrial development and economic growth – the dynamics and evolution of industries, particularly entrepreneurial activity and institutional change.*
- *The nature of economic activity in the firm and its connection to the dynamics of supply and therefore economic growth, particularly the role of knowledge (competence).*

- *How the boundaries of the firm (degree of vertical and horizontal integration) and the degree of interdependence among firms change over time and what role this interdependence plays in economic growth.*
- *Technological change and its institutional framework (particularly in the form of “systems of innovation”).*
- *The role of public policy in facilitating or obstructing adjustment of the economy to changing circumstances (domestically as well as internationally) at both micro- and macro-levels »*

Mes recherches visent reprendre ces différents questionnements dans l'étude de l'industrie de la finance, définie dans ce chapitre comme le regroupement de plusieurs industries financières, et de ses composantes telle que les industries du *private equity*, bancaire et des services de paiement et de crédit abordées dans le chapitre suivant. Les grandes tendances suivantes ont pu être identifiées : (i) le développement de l'industrie de la finance s'explique certes par des changements technologiques (innovations de produits en finance) mais aussi institutionnels (évolution et réglementation des pratiques et des structures). (ii) Compte tenu de la diversité des activités financières, la nature de l'activité économique d'une entreprise, qui repose sur ses capacités stratégiques, organisationnelles, techniques et d'apprentissage, ne peut être appréhendée à ce niveau d'agrégation. (iii) Les entreprises de la finance ont, globalement, faiblement recours à l'externalisation. Les activités support peuvent être externalisées mais cela dépend de la nature de l'activité (assurantielle, bancaire, de gestion d'actifs, etc.). Les relations inter-firmes sont denses du fait de flux d'épargne qui transitent par l'ensemble des acteurs de l'industrie organisés en filière (*cf. infra*). (iv) Le changement technologique est encadré essentiellement dans des espaces économiques nationaux et supranationaux. Il peut cependant s'exprimer au niveau sectoriel comme nous le montrons dans le cas des *finTechs* de paiement et de crédit (Bédu *et al.*, 2021). (v) Les pouvoirs politiques jouent un rôle déterminant dans les transformations de l'industrie de la finance – peut-être davantage que dans les autres secteurs d'activité – pour trois raisons principales⁴² : satisfaire ses propres besoins de financements, réguler le secteur et le système financiers, garantir le financement des entreprises.

1.2. Vers une approche d'économie industrielle et politique de la finance

1.2.1. L'approche méso-économique de la finance : système productif et filières

Deux lectures de l'échelle méso-économique peuvent être distinguées. Elle a été souvent – et l'est encore – perçue par la communauté des économistes comme une échelle intermédiaire, « coincée » entre l'échelle micro-économique et celle macro-économique. Elle est généralement synonyme de secteur, définie selon les classifications de la comptabilité nationale

⁴² Nous les détaillons dans la seconde section de ce chapitre.

(nomenclature d'activités). À côté de cette vision plutôt réductrice, que ce soit de l'échelle méso-économique ou du secteur, une seconde approche, plus riche, la conçoit comme un système complexe. Dans la tradition « dynamiques industrielles » à laquelle nous nous rattachons, le méso-système est pensé essentiellement comme un niveau d'articulation entre le micro (les firmes) et le macro (la croissance économique) car « c'est au niveau de sous- ou méso-systèmes que la dynamique industrielle prend forme et se joue » (De Bandt, 1989). Des relations sociales, sources de situation de coopération ou de tension, s'y nouent ; elles sont explicatives des comportements et des processus économiques. L'analyse méso-économique se donne donc pour objectif étudier des phénomènes existants, mais d'une autre manière (Gillard, 1975) et « d'expliquer le fonctionnement du système productif » (Marchesnay et Morvan, 1979) qui constitue le « lieu de bouclage » des comportements des firmes (De Bandt, 1989). Mes travaux relèvent pleinement de cette ambition de recherche portée par l'analyse méso-économique. Elles visent en effet à expliquer l'évolution des systèmes financiers à partir de l'analyse du (ou des) méso-système(s) de la finance – que nous qualifions d'industrie(s) de la finance par souci de commodité.

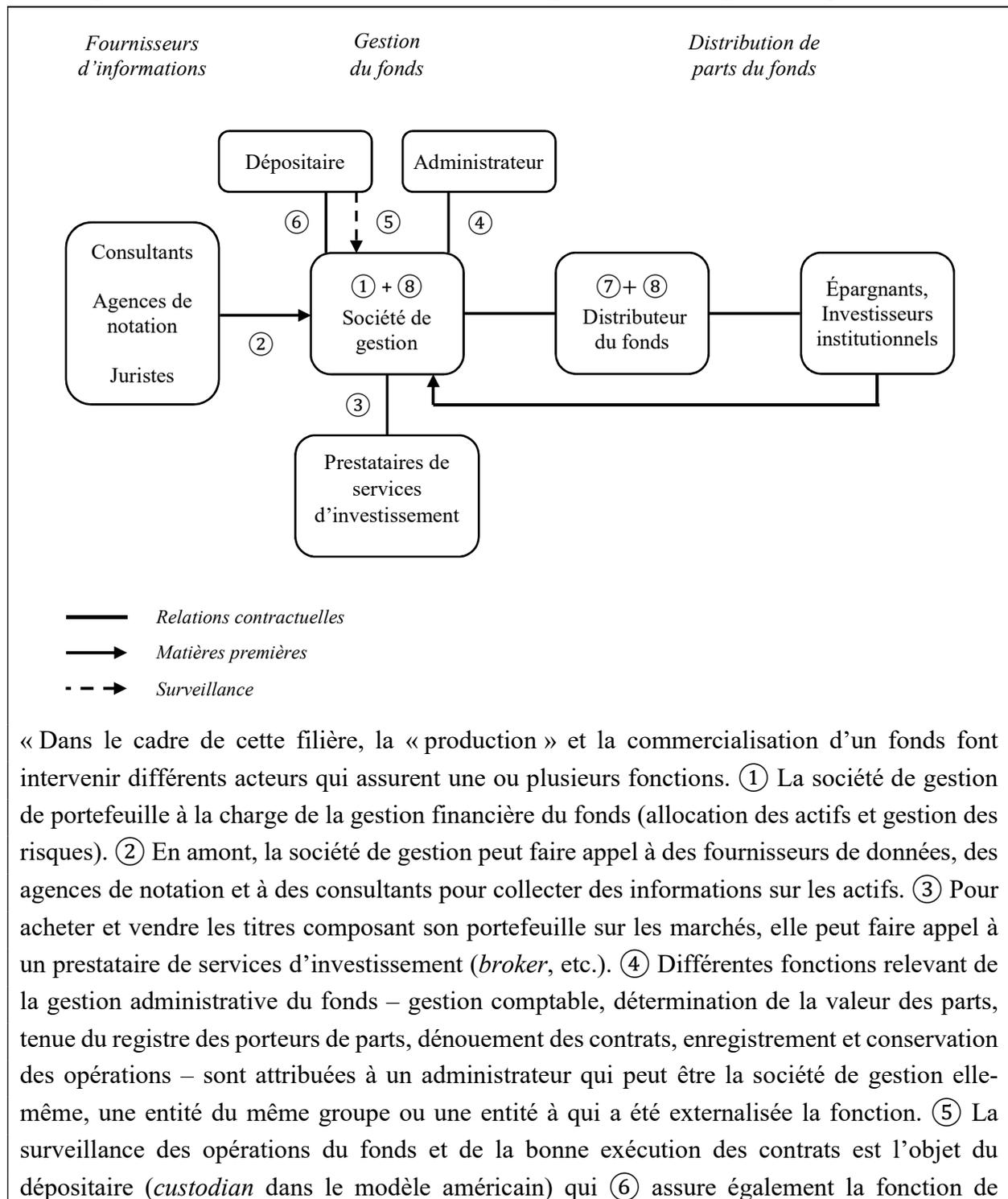
Un méso-système ou système productif peut prendre la forme d'un réseau d'acteurs – de firmes – opérant à des échelles internationales ou locales, d'une industrie (au sens de secteur) ou d'une filière. L'analyse du système productif de la finance peut être envisagée selon le triptyque secteur/branche/filière ; ces concepts sont davantage compléments que substituts. Ainsi, la lecture en termes de secteur qui différencie les acteurs selon leur activité principale (conception des systèmes de comptes nationaux) est pertinente pour l'analyse des industries du *private equity*, des fonds de pension et, dans une moindre mesure, de l'assurance qui sont composées d'entreprises plutôt « mono-produit financier⁴³ ». Elle paraît toutefois inadaptée pour celles des groupes bancaires – lorsqu'ils sont fortement diversifiés – et des gestionnaires d'actifs. Une caractérisation en branche d'activités est plus à même d'appréhender la réalité de ces derniers dans des pays où l'activité est dominée par des banques universelles et/ou des compagnies d'assurance (France et Allemagne). Pour autant, l'analyse sectorielle est précieuse si l'on garde à l'esprit qu'un secteur est aussi – et d'abord – un espace ou un (méso)système. Nous avons ainsi proposé de considérer le secteur des services de paiement et celui des services de crédit comme distincts du secteur bancaire (Bédu *et al.*, 2021). D'autre part, une analyse sectorielle de l'industrie bancaire est utile pour comprendre les évolutions des pratiques – vers les activités de marché notamment – de ses acteurs (*cf.* chapitre 3).

L'analyse par filière offre une vision plus souple que celle par branche ou par secteur car elle permet de tenir compte de l'ensemble des dimensions constitutives d'un système productif telles que les acteurs, les marchés, les innovations et les relations d'interdépendance. La filière

⁴³ Nous prenons comme base de référence l'ensemble des produits financiers. De toute évidence, aucune entreprise n'est strictement mono-produit (exception faite de certaines *start-up* de la *finTech*), elles commercialisent plusieurs variétés d'un même produit (différenciation horizontale et surtout verticale).

est à la fois un espace de technologies, un espace de relations et un espace de stratégies (Morvan, 1991). De Bandt (1991) lui attribue différents rôles, fonctions et objectifs. Elle est un outil de description technico-économique, une modalité de découpage du système productif, une méthode d'analyse de la stratégie des firmes et un instrument de politique industrielle. Aussi avons-nous proposé de caractériser la filière de la gestion d'actifs afin d'entrer dans le « réacteur » de l'industrie de la finance contemporaine (cf. figure 2).

Figure 2. Fonctionnement de la filière de la gestion d'actifs pour compte de tiers



valorisation et de conservation des actifs du fonds. La fonction de dépositaire doit nécessairement être confiée à une autre entité que la société de gestion mais les deux peuvent être des filiales du même groupe. ⑦ Les parts du fonds sont distribuées auprès des épargnants individuels et des autres investisseurs institutionnels par un distributeur qui peut être une banque, une plateforme en ligne ou la société de gestion elle-même. ⑧ Généralement, c'est le distributeur ou la société de gestion qui est à l'origine de la création du fonds et qui gère la gamme de fonds et la marque – il s'agit de la fonction de promoteur ou de *sponsor* du fonds. Dans les pays de droit civiliste, ce promoteur est l'équivalent des *trustees* des pays de *common law*. Un même groupe bancaire ou financier peut, dans plusieurs de ses filiales, assurer l'ensemble des fonctions de promoteur, distributeur, gestion de portefeuille, dépositaire et administrateur. »

Source : Auvray *et al.* (2022)

1.2.2. La finance comme « champ d'action stratégique »

On pourra remarquer la proximité entre le concept de système défini par De Bandt (1989) comme un « espace d'action (stratégique) des acteurs » et la vision du marché comme « champ d'action stratégique » de Fligstein (2001) qui entend le champ comme un sous-système d'un espace social. Les deux approches s'éloignent toutefois sur les mécanismes du changement à l'origine des déséquilibres et de l'instabilité dans ces espaces/champs. Les rapports de pouvoir sont sous-estimés par le courant « dynamiques industrielles », absence qui se retrouve d'ailleurs dans la tradition évolutionniste en économie de l'innovation, qui fait de la technologie la cause principale du changement industriel. Si la théorie des champs place bien le changement technologique au rang des explications, elle insiste davantage sur deux autres mécanismes que sont l'intervention des pouvoirs publics et l'invasion du champ (marché, secteur ou industrie) par des entreprises issues d'un autre champ, plus ou moins proche. (Fligstein, 2001, 2013 ; Fligstein et McAdam, 2011, 2012).

Afin d'assurer leur survie, les firmes cherchent à stabiliser le marché sur lequel elles opèrent. Cela passe par des relations d'échange et sociales durables et qui peuvent donner naissance à des filières organisées, comme c'est le cas dans la gestion d'actifs, qui sont des champs d'action stratégique. Plus généralement, ceux-ci regroupent des acteurs dont les interactions reposent sur des règles instituées, c'est-à-dire partagées et comprises par l'ensemble de la communauté. Ces règles ne sont pas stables et évoluent dans le temps. Elles peuvent être contestées par les acteurs, notamment en fonction de leur position dans la hiérarchie du champ, selon qu'ils soient dominants (« *incumbents* ») ou dominés (« *challengers* »). Les « *incumbents* » sont amenés – fréquemment – à coopérer pour imposer leurs représentations des relations entre les acteurs et « définir » le fonctionnement normal du champ afin de le stabiliser. Dans les pays « *bank-based* », les grandes banques universelles et compagnies d'assurance qui sont dominantes à l'échelle des systèmes financiers nationaux ont œuvré politiquement pour conserver –

institutionnaliser – la gestion d’actifs dans leur périmètre d’activités – pour stabiliser le champ et sa hiérarchie. Les « *challengers* » qui se voient imposer la conception des « *incumbents* » effectuent aussi un travail politique important pour changer la croyance collective dominante – et éventuellement les réglementations – et déstabiliser le champ ; soit en modifiant les positions, soit en l’envahissant. L’invasion du champ de la gestion d’actifs aux États-Unis, dominé par les sociétés d’investissement indépendantes et les banques d’investissement, par les grandes banques de détail est un bon exemple de ce travail politique qui a conduit à l’abrogation du *Glass-Steagall Act* en 1999 – au changement institutionnel. Enfin, la présence d’unités de gouvernance internes (« *internal governance units* ») contribue à la stabilisation d’un champ d’action stratégique ; elles prennent le plus souvent la forme d’associations professionnelles (Fligstein et McAdam, 2011, 2012). À l’instar de la plupart des secteurs, c’est une pratique courante dans les industries de la finance⁴⁴.

La stabilisation d’un marché (secteur ou industrie) nécessite quatre institutions. (i) Les ***droits de propriété***, qui définissent les droits sur les profits créés, participent à stabiliser le champ de la finance, d’une part, en délimitant les frontières des firmes dans les filières financières comme celle de la gestion d’actifs et, d’autre part, en définissant les relations de pouvoir au sein des sociétés financières, souvent organisées en groupes diversifiées dans les pays « *bank-based* ». (ii) Les ***règles d’échange*** désignent les acteurs concernés par les transactions et les conditions de celles-ci. Ces règles définissent ce qui assure la sécurité des échanges (par exemple, paiement, livraison, surveillance et conservations des titres dans la gestion d’actifs) et la qualité des produits échangés (agrément des véhicules d’investissement, c’est-à-dire des produits financiers). (iii) Les ***structures de gouvernance*** sont les règles définissant l’organisation interne des firmes financières (fonctionnement en filiales dans les groupes bancaires universels fortement diversifiés) d’une part et les relations (coopération, concurrence) avec les autres firmes du marché d’autre part. (iv) Les ***conceptions de contrôle*** sont des représentations partagées et collectives (*cf.* introduction pour une définition plus précise). Afin d’illustrer nos propos, nous pouvons en rappeler deux exemples. La gouvernance actionnariale – ou création de valeur pour l’actionnaire – est la conception de contrôle au sein des grandes entreprises cotées (Fligstein, 2001). Dans un travail plus récent, Goldstein et Fligstein (2017) montrent que la conception de contrôle sur le marché des prêts hypothécaires (*mortgage-backed security* ou MBS) aux États-Unis est une conception industrielle fondée sur la production de masse de services financiers. Dans le chapitre suivant, nous mettons en évidence les conceptions de contrôle dans trois industries de la finance.

2. Formes et dynamique d’intervention de l’État dans le champ de la finance

⁴⁴ On peut citer entre autres dans le cas de la France, la Fédération Bancaire Française (FBF), la Fédération Française de l’Assurance (FFA), l’Association Française de Gestion financière (AFG) pour la gestion d’actifs ou encore *France Invest* (ex Association des Investisseurs en Capital ou AFIC) pour le *private equity*.

Les mécanismes de déstabilisation sont liés dans le champ de la finance. L'invasion n'est guère possible sans sa légitimation par les pouvoirs publics. Ses interventions sont donc décisives dans la dynamique du changement à l'échelle méso-sectorielle, tant les frontières des firmes que celles des industries de la finance sont dépendantes de la réglementation structurelle. La dynamique d'intervention de l'État dans le champ de la finance est complexe car elle repose sur trois rôles occupés simultanément par celui-ci. L'État est un agent en besoin de financements, un régulateur et un investisseur. Son intervention répond ainsi de ses propres intérêts et de ceux des entreprises de la finance.

2.1. L'État emprunteur

Dans la plupart des pays, le développement des marchés financiers est historiquement lié aux besoins de financement des États. La Bourse de Paris, créée en 1724 est considérée à ses débuts comme un moyen d'éviter des mesures impopulaires telles que l'augmentation des impôts et/ou la dévaluation monétaire pour renflouer les caisses royales (Lagneau-Ymonet et Riva, 2012). Les premiers échanges sur les places boursières concernent également des titres de dette publique en Angleterre et aux États-Unis (Baskin, 1988). Le recours aux marchés financiers se voit renforcer par les guerres successives qui engendrent des besoins de financement importants. Il a pu produire des effets originaux, plutôt inintentionnels et plus ou moins contrôlés. Aux États-Unis, le développement de la liquidité du marché boursier a d'abord concerné les titres dettes publiques émis pour le financement de la Première guerre mondiale puis, dans un second temps, les parts sociales des entreprises (O'Sullivan, 2016). En France, l'introduction de la gestion d'actifs après la Seconde Guerre mondiale pour financer la reconstruction est le point de départ de la transformation du système financier français (*cf.* chapitre 1).

Depuis les années 1990, les besoins de financement des États sont quasi exclusivement satisfaits par les investisseurs institutionnels qui ont remplacé les épargnants individuels du fait la contraction de la détention directe engendrée par le développement de l'intermédiation financière. Parmi les différentes classes d'actif financier, les titres de dette publique sont particulièrement prisés en raison de risques de pertes en capital plus faibles et d'une liquidité accrue par rapport aux titres de dettes privées. Les États émettent généralement une gamme étendue de titres dont les maturités correspondent à des besoins de financement de court ou long terme. Du côté de la demande, les emprunts à échéance courte – moins d'un an – sur le marché monétaire ont la préférence des banques en raison de leur liquidité élevée. Les compagnies d'assurance et les fonds de pension, aux horizons d'investissement de long terme, privilégient les titres à échéance longue – supérieure à dix ans. Les bons obligataires à long terme (par exemple les obligations assimilables du Trésor ou OAT) sont ainsi plébiscités pour servir de supports aux contrats d'assurance-vie. Les compagnies spécialistes en assurance-vie

ont une allocation particulièrement conservatrice par rapport aux fonds de pension, la part obligataire représentant presque 70 % du portefeuille moyen (Gründel *et al.*, 2016).

Les banques occupent une place déterminante parmi ces institutions financières. Elles ont été les premiers financeurs des besoins des États et sont toujours au cœur du financement des dettes publiques. L'apparition des marchés boursiers à partir du XVII^e n'a guère affecté les liens étroits qui les unissent. Aux XVIII^e et XIX^e siècles, les banques sont les principaux animateurs des marchés boursiers en Europe. Depuis l'avènement hégémonique du financement par le marché des dettes publiques, le placement des emprunts d'État sur les marchés est délégué aux banques⁴⁵ dans de très nombreux pays. Certains d'entre eux, comme la France, le Royaume-Uni, le Japon ou les États-Unis, font appel à des *primary dealers* (spécialistes en valeurs du Trésor ou SVT). Ce sont très majoritairement des banques, d'envergure internationale, jouissant d'une bonne réputation et identifiées comme des acteurs systémiques par le conseil de stabilité financière (FSB, 2020)⁴⁶. Elles ont une obligation d'achat des titres de dettes publiques mais aussi une mission de conseil auprès des États sur le financement de leurs dettes. En France, les missions des banques SVT concernent, entre autres, l'animation des marchés secondaires pour assurer la liquidité des titres d'État et le conseil en gestion de la dette publique. Les États sont dépendants des banques qui, en commercialisant les titres de dette publique, se réservent une place de choix près de l'État régulateur (Lemoine, 2013).

2.2. L'État régulateur⁴⁷

2.2.1. Capture et production réglementaire

Les cadres théoriques évoqués dans la section précédente adoptent des conceptions différentes de la réglementation. Le courant « organisation industrielle » – dans sa version moderne de la nouvelle économie industrielle – assimile la réglementation à un mécanisme de correction des

⁴⁵ Schématiquement, les banques ou institutions financières se portent acquéreuses des titres de dettes publiques et les mettent en vente sur les différents marchés (monétaire, obligataire).

⁴⁶ Dans le cas de la France, l'Agence France Trésor (AFT) fait appel à 15 groupes bancaires qui ont la charge de « commercialiser » la dette publique française à l'échelle planétaire. C'est pour cette raison que des banques américaines (Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan Chase par exemple) sont partenaires de l'AFT au même titre que BNP Paribas, le Crédit agricole, la Société Générale ou Natixis (Groupe BPCE). La sélection des banques SVT par la FED répond de la même logique.

⁴⁷ La conception de l'État régulateur défendue ici est fondamentalement différente de celle défendue en sociologie de l'État et de l'action publique. Dans les travaux de Billows et Viallet-Thévenin (2016) qui s'interrogent sur le passage d'un État stratège à un État régulateur, ce dernier est entendu comme un modèle dans lequel « les règles tendent à l'universalité et doivent être appliquées à l'ensemble des acteurs de l'économie ». Eu égard à l'importance de la régulation – et du sens qu'il lui est attribué – dans le champ de la finance, nous ne retenons pas cette définition. Notre conception de l'État régulateur dans le champ de la finance (*cf.* section 2.2.2) correspond davantage à leur définition de l'État stratège comme « un État construisant ou participant à la construction de secteurs économiques de telle manière que ceux-ci remplissent des objectifs spécifiques liés à leurs activités [...] ». Un État stratège se caractérise par une grande proximité entre l'administration et les acteurs économiques. Les décisions en matière de politique économique sont prises de manière discrétionnaire, selon les contraintes et les priorités spécifiques au secteur ». Afin d'éviter toute confusion, nous n'utilisons pas le terme d'État stratège.

défaillances de marché qui génère en retour des distorsions – des coûts en termes de surplus social – (Tirole, 1988). L'intervention de l'État affecte conjointement les conditions de base des industries ainsi que leurs structures (*cf.* figure 1), et les distorsions de marché sont d'autant plus importantes que l'État est soumis à une « capture » par les acteurs en mesure d'influencer le régulateur dans leurs propres intérêts, la réglementation étant une ressource stratégique (Stigler, 1971). Le courant « organisation industrielle » – dont il faut garder à l'esprit le programme de recherche centré sur la problématique de l'allocation optimale des ressources – met en évidence que la formation de groupes d'intérêts – et l'existence d'asymétries d'informations – rendent impossible l'élaboration d'une réglementation optimale.

La réglementation structurelle en serait un bon exemple. Elle crée des barrières à l'entrée dans les industries de la finance et attribue des rentes de monopole aux firmes installées. Dans l'industrie bancaire par exemple, le statut d'établissement de crédit (*full banking license*) empêche la libre entrée sur le marché en raison de l'obligation d'un capital minimum qui est généralement imposée aux candidats à l'agrément (5 millions d'euros en France). La réglementation structurelle qui est fondée sur l'interdiction – des pratiques – ne serait pas en mesure de contraindre les comportements opportunistes des banques universelles qui apparaissent du fait de l'asymétrie d'informations entre régulés et régulateurs. Pour cette raison, la nouvelle économie industrielle privilégie les réglementations fondées sur les incitations ; elles constituent le cadre théorique dominant en économie bancaire et financière (Scialom, 2013). L'objectif est de contrôler les comportements des entreprises financières par le biais de réglementations prudentielles.

Si cette lecture tient compte des intérêts – et donc des comportements opportunistes – des régulés, des régulateurs dans le cadre d'une délégation et de l'État dans l'élaboration de la réglementation optimale, elle n'explique finalement que les conditions soutenant des pratiques de collusion (Klebaner, 2018). En d'autres termes, le courant « organisation industrielle » dit le pourquoi de la capture de la réglementation mais ne dit pas le comment de la production réglementaire. La conception de la sociologie économique de la réglementation comme institution paraît plus à même d'expliquer le processus de production réglementaire.

Les interactions entre les acteurs et leur positionnement hiérarchique au sein des différentes industries de la finance agissent sur la réglementation en suivant deux voies, liées entre elles. Les acteurs peuvent individuellement faire la demande d'une nouvelle réglementation – et obtenir gain de cause – mais une coopération est quasiment toujours nécessaire, ce qui implique que les acteurs s'entendent *a minima* sur la définition des objectifs à atteindre par la nouvelle réglementation. Dans certains cas, plutôt rares, la mise en accord peut être rapide – voire évidente – et faire consensus pour l'ensemble des acteurs visés par la régulation. Par exemple, l'industrie française du *private equity* a salué unanimement la création des Sociétés de Libre Partenariat (SLP) en 2015, inspirés des véhicules d'investissement anglo-saxons, plus

transparents fiscalement – bien que n’offrant pas d’avantages sur ce plan par rapport aux fonds professionnels de capital-investissement (FPCI)⁴⁸. Mais, le plus souvent, les acteurs vont entrer en conflit car leurs demandes sont généralement différentes selon qu’ils soient dominants (« *incumbents* ») ou dominés (« *challengers* ») au sein du champ, tout changement réglementaire étant susceptible de faire basculer la hiérarchie. Nous avons montré dans le cas de la France que le cadre réglementaire de l’industrie des services de paiement et de crédit oscille entre préservation des intérêts des *incumbents* et prolifération de nouveau statuts⁴⁹ soutenant le développement des *finTechs* et de *challengers* (Bédu *et al.*, 2021). Pour l’État, il s’agit d’assurer la modernisation – continue – du système financier par la promotion de la concurrence et de l’innovation mais sans saper les piliers de sa performance.

La deuxième voie a trait à l’interprétation de la réglementation qui fait l’objet d’échanges, souvent d’une lutte, entre les firmes. Puisque la stabilisation d’un marché (d’une industrie) dépend de celle du sens des règles qui encadrent ce marché, les acteurs régulés vont porter et chercher à imposer leur représentation des réglementations – leur conception de contrôle – au sein de leur industrie. Dans l’industrie française du *private equity*, la conception de contrôle de la réglementation structurelle depuis l’introduction de la SLP est de réserver ce type de véhicule aux plus grands fonds – et, en conséquence, aux plus grandes sociétés de gestion – tandis que les petits fonds exercent sous le statut de FCPR ou de FPCI. En pratique, pour les sociétés de gestion de taille modeste, levant leurs capitaux auprès d’épargnants non professionnels résidant en France, la SLP a peu d’utilité. Leur soutien à la représentation portée par les *incumbents* s’explique par leur adhésion au discours – relayé notamment par *France Invest* – sur le besoin de transparence fiscale des véhicules d’investissement pour faire face à la concurrence internationale et pour assurer la survie des acteurs français. Ce discours donne un sens à la nouvelle réglementation. La conception de contrôle dans le champ des services de paiement est davantage contestée puisque certains *challengers* – les néo-banques notamment, cherchent à renverser la hiérarchie. Toutefois, pour d’autres – les *startup* de la *finTech*⁵⁰, leur interprétation de la réglementation structurelle a évolué pour se rapprocher de la conception de contrôle des *incumbents*. Cela s’est traduit dans les faits par une évolution du *business model* originel de *BtoC* vers celui de *BtoBtoC* (*cf.* chapitre 3).

2.2.2. La régulation sectorielle, politique des « champions nationaux » et nouveaux espaces de réglementation

⁴⁸ En France, il existe deux grandes catégories de fonds, ceux dits « grand publics » qui sont ouverts aux épargnants individuels et ceux réservés aux investisseurs professionnels. Les fonds communs de placement à risque (FCPR), les fonds communs de placement dans l’innovation (FCPI) et les fonds d’investissement de proximité (FIP) sont à ranger dans la première catégorie, les SLP et les FPCI dans la seconde. (Bédu *et al.*, 2022).

⁴⁹ Les statuts d’établissement de crédit, de paiement et de monnaie électronique sont les trois types d’agrément prévus dans le droit français.

⁵⁰ Nous reprenons ici une distinction que nous avons proposée dans un article (Bédu *et al.*, 2021) entre les néo-banques qui proposent l’ensemble de la gamme de produits bancaires et les *startup* de la *finTech* qui offrent un seul service.

Deux constats méritent d'être posés. Tout d'abord, l'intervention étatique n'est pas restreinte à la seule réglementation et s'inscrit dans un cadre plus large de régulation de l'industrie de la finance. Dans nos travaux, la régulation sectorielle par la puissance publique est entendue comme l'ensemble des mesures prises et des soutiens apportés par les pouvoirs publics pour assurer la stabilité et la performance de l'industrie (des industries) de la finance. Leurs interventions concernent à la fois les entreprises financières nationales pour qu'elles soient compétitives à l'échelle internationale et celles résidentes, un des objectifs étant alors d'assurer l'attractivité du système financier national pour les acteurs étrangers. Ensuite, la libéralisation financière ainsi que la construction européenne ont fait émerger de nouveaux espaces de réglementation. De ces deux constats naît un questionnement auquel nos travaux récents visent à répondre dans le cas de la France (Bédu et Granier, 2018 ; Granier et Bédu 2019 ; Bédu *et al.*, 2021) : quelles sont les formes de l'intervention de l'État dans l'industrie de la finance ? Ce questionnement en appelle un second : les modalités d'intervention de l'État ont-elles évolué et le cas échéant, de quelle(s) manière(s) ?

La lecture dominante des interventions de l'État par le canal de la réglementation bancaire et financière a tendance à considérer que celles-ci ont pour unique objectif la stabilité monétaire et financière – notamment par la prévention des faillites des groupes bancaires et financiers. Nous mettons en évidence dans nos travaux que les différentes réglementations structurelles mises en œuvre en France ambitionnent également le développement des industries de la finance. Elles relèvent donc, dans cette optique, du champ de la politique industrielle. La politique des « champions nationaux », qui caractérise la politique industrielle française des années 1960-1970, se déploie aussi dans les industries bancaires et assurantielles à la même époque. L'État, qui détient les principales banques de dépôts et d'affaires, orchestre la concentration du marché en les fusionnant et élargissant leur périmètre d'activités (intégration de la jeune industrie de la gestion d'actifs)⁵¹.

Des années 1980 jusqu'au début des années 2000, l'interventionnisme de l'État semble être, en première approximation, en déclin. La privatisation progressive des groupes bancaires a ainsi pu être (sur)interprétée comme un affaiblissement des relations entre les banques et l'État (Epstein, 2014 ; Howarth, 2013). Il s'agit davantage d'une transformation des modalités d'intervention qui coïncide d'autre part avec l'apparition de nouveaux espaces de réglementations, en lien avec la création du marché unique des services financiers en Europe, qui sont susceptibles de déstabiliser le champ (Fligstein, 2001, 2013 ; Fligstein et McAdam, 2011, 2012). L'interventionnisme évolue vers la défense puis la promotion des réglementations

⁵¹ Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, l'État a toujours eu la main pour organiser la concurrence dans le secteur bancaire. La pratique du refinancement par réescompte ainsi que l'encadrement du crédit durant les trente glorieuses offrent aux pouvoirs publics la possibilité de contrôler le niveau d'activité des banques, respectivement en différenciant individuellement les plafonds de réescompte et les volumes de crédit.

structurelles existantes en France qui, en organisant les activités de gestion d'actifs autour des banques et des compagnies d'assurance, soutiennent la compétitivité des « champions nationaux » dans un contexte de concurrence désormais internationale. L'État français joue notamment un rôle central dans la définition du cadre réglementaire de la gestion d'actifs pour compte de tiers en Europe, exerçant une influence forte dans l'élaboration des directives UCITS successives (Granier et Bédu, 2019). Cet interventionnisme réglementaire sert alors la politique industrielle des « champions nationaux ». Lors des négociations de la première directive UCITS I de 1985, le premier objectif est de faire reconnaître (« légitimer »⁵²) le modèle de la gestion de la gestion d'actifs « à la française » associant sociétés de gestion – pour l'allocation des actifs – et dépositaires – pour la surveillance des opérations conduites par les sociétés de gestion. Le second objectif, dépendant de la réussite du premier, revêt une importance plus grande. Il s'agit de garantir la possibilité que les sociétés de gestion et les dépositaires puissent appartenir à un même groupe – bancaire. La France œuvre également lors de la directive UCITS III de 2001⁵³ pour supprimer des contraintes organisationnelles imposées par la première directive et élargir la gamme d'actifs dans lesquels les fonds peuvent investir. L'intégration des titres de créances négociables permet alors à l'industrie française de la gestion d'actifs, leader européen dans les fonds monétaires, de conforter son avantage concurrentiel. Enfin, la directive UCITS IV de 2009 confère le passeport européen aux sociétés de gestion. Les filiales de gestion d'actifs des groupes bancaires peuvent désormais gérer des fonds créés dans d'autre pays de l'espace européen sans avoir besoin de s'y implanter. Cette évolution de la réglementation fait suite à une demande de l'industrie bancaire française.

Le milieu des années 2000 marque le retour d'une politique industrielle plus directe. Les industries de la finance bénéficient de la mise en œuvre de la nouvelle politique des pôles de compétitivité avec la création d'un pôle mondial « Finance Innovation⁵⁴ » à Paris regroupant les entreprises de la finance et l'association Paris Europlace en charge de la promotion et du développement de la place financière parisienne. La politique des pôles de compétitivité met l'accent – en accord avec la stratégie de Lisbonne – sur l'innovation tant sur les produits financiers (fonds ISR, fonds à impact, etc.) que sur les services financiers (*big data*, *finTechs*, *blockchain*, *machine learning*, etc.) pour promouvoir la compétitivité des acteurs nationaux. En cela, elle diffère de la politique des « champions nationaux ». Il s'agit de développer l'attractivité des entreprises (Frigant, 2023) y compris celle des firmes financières. La politique des « champions nationaux » demeurent cependant « la trame de fond » voire la « ligne directrice » de l'intervention de l'État qui a recours, de manière ponctuelle, aux « vieux » outils interventionnistes de politique industrielle : État organisateur de la concurrence (orchestration

⁵² Cette légitimation prend la forme d'un passeport européen qui permet à un véhicule d'investissement l'ayant obtenu d'être commercialisé dans l'ensemble des pays de l'UE sans autorisation supplémentaire.

⁵³ Au début des années 1990, la directive UCITS II n'a pu aboutir faute d'accord.

⁵⁴ Notons que lors de sa création, sept pôles parmi les soixante-onze labélisés sont de niveau mondial. L'industrie de la finance se voit placer au même rang que l'industrie aéronautique (pôle de compétitivité Aerospace Valley) par exemple.

de la fusion entre la Banque Populaire et la Caisse d'épargne pour sauver de la faillite Natixis, un des principaux gestionnaires d'actifs, par exemple) ou État investisseur mais sans aller jusqu'à la nationalisation (entrée au capital du groupe BNP Paribas en tant qu'actionnaire principal par exemple).

2.3. L'État investisseur

2.3.1. État actionnaire et État banquier

Sur la période étudiée dans mes recherches – fin de la Seconde Guerre mondiale à nos jours, l'État a été conjointement actionnaire et banquier. Ces rôles ont pu se confondre à des moments de cette histoire récente. La nationalisation des banques de dépôt en 1945 et 1946 fait de l'État un actionnaire et un banquier. Suite aux lois Debré de 1966 et 1967 qui marquent le début du modèle actuel de banque universelle, le rôle de l'État banquier évolue vers celui d'État gestionnaire d'actifs⁵⁵. L'État tient ces deux rôles jusqu'à la première vague de privatisations des banques au milieu des années 1980 mais après avoir nationalisé les banques d'affaires (Paribas et Suez) et légitimé le modèle de banque universelle en 1984 en créant un statut unique pour l'ensemble des banques, le statut d'établissement de crédit. Sur la décennie 1990 et jusqu'au milieu des années 2000, les pouvoirs publics sont davantage dans la promotion des acteurs bancaires (et assurantiels) français et orchestrent la concentration du secteur dans un contexte de concurrence internationale et de globalisation financière (*cf.* chapitre 4).

Suite à la crise financière de 2007-2008, les entrées au capital de l'État dans les principaux groupes bancaires français *via* la Société de prise de participation de l'État (SPPE), véhicule d'investissement en fonds propres de l'Agence de participation de l'État (APE) dans l'industrie de la finance, relèvent d'une autre stratégie. L'État actionnaire n'est plus désormais un État banquier. La détention publique se comprend à la fois comme un outil de la politique industrielle – toujours vivace – des « champions nationaux » (aucun des principaux acteurs du paysage bancaire français n'a été privé du soutien de l'État, *cf.* tableau 1), et comme un outil de stabilisation/sauvegarde de l'économie française en période de crise financière. Une première raison évidente est de nature technique : le financement de l'État emprunteur dépend de ses banques (*cf.* section 2.1). La principale raison, plus large et dominante dans la communauté scientifique, est que les faillites bancaires entraîneraient l'effondrement du système financier français et donc du système de financement de l'économie française. Rappelons ici que 95 %

⁵⁵ Ces lois concrétisent dans une certaine mesure les réflexions s'étalant de 1950 à 1965 sur la place de la finance de marché dans le financement de l'économie. Deux événements majeurs sont à noter. Le premier concerne la légitimation de la finance de marché dans le cadre du second plan de modernisation et d'équipement (plan Hirsch, 1954-1957) qui propose de développer les « organismes de gestion de l'épargne » comme procédé de financement des investissements. Le deuxième qui s'étale sur la période 1957-1963 voit la création des *mutual funds* à la française, c'est-à-dire les SICAV et les FCP.

des actifs bancaires en France sont détenus par des banques nationales (BIS, 2018). Le sauvetage des banques se justifie ainsi par la préservation de l'intérêt général et non par celle des intérêts des banques bien qu'ils tendent à ne faire qu'un.

Les groupes bancaires français ont échappé aux mesures contraignantes généralement prises lors des plans de sauvetage des autres « champions nationaux » sectoriels : obtention de droits de vote et de sièges au conseil d'administration, nomination d'administrateurs indépendants au conseil de surveillance⁵⁶. L'État manifeste à l'époque un comportement bienveillant vis-à-vis des banques qui ne corrobore pas le constat de Coutant *et al.* (2021) d'une APE à la rationalité d'investisseur institutionnel.

Tableau 1 : prise de participations de l'État dans le cadre du Plan de soutien bancaire de 2008 (en milliards d'euros)

<i>Groupes bancaires</i>	<i>Titres subordonnés</i>	<i>Actions préférentielles</i>
Banque Populaire	1.95 milliard	-
Crédit Mutuel	1.2 milliard	-
Caisses d'Épargne	2.1 milliards	3 milliards
Crédit Agricole	3 milliards	-
Société Générale	1.7 milliard	1.7 milliard
BNP Paribas	-	5.1 milliards

Source : auteur, adapté de la SPPE

Cette bienveillance concerne d'abord le choix des titres financiers retenus : des titres super subordonnés à durée indéterminée (TSSDI) et des actions préférentielles. Certes, ces titres sont générateurs de rentrées d'argent substantielles pour les finances publiques, mais cela ne valide pas un comportement d'investisseur institutionnel de la part de l'État français. Dans le détail, la rémunération perçue par les détenteurs des TSSDI est supérieure à celle des autres créanciers du fait d'une absence de priorité dans le remboursement mais les TSSDI – qui sont des quasi fonds propres – ne diluent pas le capital. Surtout, aucun droit de vote n'est associé aux TSSDI. Cette caractéristique est partagée par les actions préférentielles qui offrent en contrepartie une priorité sur les dividendes. Le soutien de l'État se traduit ensuite par une absence de spéculation et un renoncement à ses gains de plus-value lors de la « rétrocession » à BNP Paribas et à la Société Générale de ses actions préférentielles. Celles-ci sont rachetées à leur prix d'émission et non au cours boursier en vigueur plus élevé. Enfin, le soutien de l'État est apporté sans contrepartie tangible. Aucune contrainte n'est réellement imposée aux « champions nationaux » et leur engagement moral à jouer le « jeu du crédit » est considéré comme suffisant. La défense

⁵⁶ À titre de comparaison, lors du sauvetage du groupe PSA en 2014, l'État obtient des droits de vote double et impose à la famille Peugeot, la nomination de Louis Gallois, ancien PDG d'entreprises dans lesquelles l'État est actionnaire (SNCF et Airbus) au conseil de surveillance. Il en prend la présidence l'année suivante.

de l'intérêt général (l'activité et la croissance économiques) passe donc par la préservation des intérêts des banques françaises (leur compétitivité). Comparativement à leurs homologues européennes, le coût qu'elles supportent pour être sauvées est inférieur (Choulet et Quignon, 2009). Seule la Société Générale fait l'objet d'une sanction avec le départ forcé de son PDG, Daniel Bouton⁵⁷, mais sans que cela ne remette en question la tradition de direction de l'établissement par des anciens inspecteurs des finances. Cette pratique successorale issue de la détention publique de la Société Générale survit à sa privatisation. Elle concerne aussi son concurrent actionnarial, BNP Paribas (*cf.* chapitre 4).

Jabko et Massoc (2012) défendent la thèse que le Plan de soutien bancaire de 2008 a été élaboré dans le cadre d'un « consortium informel » réunissant des banquiers et des politiques entretenant des relations interpersonnelles. L'existence d'un « réseau financier » a été identifiée dans la littérature (Morin, 2000) et sa persistance durant les décennies 2000 et 2010 confirmée (Clift, 2012 ; Massoc, 2021). Ce réseau se forme à la fin des années 1950 et au début des années 1960 dans la haute fonction publique d'État, puis s'étend au Trésor et enfin dans les grandes banques françaises (Granier et Bédu, 2019). Il est à l'action lors grandes réformes bancaires et financières. Faisons état ici de deux exemples parlants. Il est parfois de coutume d'ajouter le nom de Jean-Yves Haberer, inspecteur des finances et conseiller au cabinet de Michel Debré, qui sera le PDG de Paribas (1982-1986) puis celui du Crédit Lyonnais (1988-1993), aux lois Debré de 1966 et 1967. Les SICAV Monory doivent beaucoup à Michel Pébereau, inspecteur des finances et directeur du cabinet de René Monory, ministre de l'économie. Il sera à la tête de BNP puis de BNP Paribas (1993-2011), conservant sa place après la privatisation.

À notre connaissance, aucune recherche n'a visé à définir les contours de ce réseau ni même les liens qui unissent ses membres. Différents travaux issus de l'histoire, de la sociologie, des sciences politiques ou de l'économie ont, certes, porté leur attention sur l'homophilie des trajectoires professionnelles des dirigeants – notamment le passage par le corps des inspecteurs des finances – des grandes banques françaises actionnariales et mis en évidence le rôle de certains inspecteurs des finances dans l'évolution libérale du système financier français (Jabko et Massoc, 2012, Rouban, 2010, Granier et Bédu, 2019, Quennouëlle-Corre, 2000 ; Lemoine ; 2013). Mais, l'ensemble de ces travaux n'offrent qu'un point de vue limité sur ce groupe élitaire présentant un recrutement social très étroit (reproduction) et un fonctionnement corporatif réticulaire structuré par un ensemble de relations interpersonnelles et inter-organisationnelles tissées tout au long des carrières socio-professionnelles des inspecteurs sous la V^e République (Rouban, 2010, 2012). Le dernier chapitre de ce mémoire d'HDR s'attache donc à répondre aux questionnements mentionnés en début de paragraphe d'une part et à analyser de quelle

⁵⁷ Le remplacement de Daniel Bouton fait suite à la dégradation de l'image de la Société Générale dans l'opinion publique suite à l'affaire Kerviel en 2008 et à l'annonce de la distribution de *stock-options* à l'état-major de la banque en 2009.

manière ce groupe élitaire ou « réseau financier » a façonné les transformations de l'industrie (des industries) de la finance et du système financier français.

2.3.2. L'État et les défaillances des marchés : innovations et transition écologique

Les sections précédentes – et mes travaux de recherche – mettent en évidence que le soutien apporté par l'État français à l'industrie (aux industries) de la finance s'accommode mal de l'argument microéconomique de l'existence de défaillances de marché comme justification et légitimation de l'intervention publique. Toutefois, j'ai abordé successivement deux défaillances de marché qui questionnent le rôle de l'État investisseur : (i) l'incapacité des marchés à fournir les incitations nécessaires pour soutenir le processus d'innovation des entreprises. Il fait consensus qu'en l'absence d'intervention publique, les niveaux de R&D sont sous-optimaux (Nelson, 1959 ; Arrow, 1962). Celle-ci consiste, entre autres, à diminuer le coût des projets de R&D afin d'assurer aux entreprises des niveaux de rentabilité suffisants. (ii) L'incapacité des marchés financiers à diriger les flux d'épargne pour les projets de transition écologique et énergétique (TEE). Sur ce point, la controverse est d'actualité entre les promoteurs d'une finance de marché capable de répondre au défi climatique et ses détracteurs – auxquels je me rattache – qui pointent « l'illusion de la finance verte » (Grandjean et Lefournier, 2021).

En France, l'État investisseur⁵⁸ dans l'innovation a recours à trois leviers : (i) les subventions publiques à la R&D, (ii) les incitation fiscales (crédit impôt recherche, statut *jeune entreprise innovante*) et (iii) les investissements en fonds propres *via* Bpifrance. Si cette politique publique de soutien à l'innovation atteint son objectif affiché (Duguet, 2012 ; Lhuillery *et al.*, 2013, Mulkay et Mairesse, 2011 ; Bédu et Vanderstocken, 2020)⁵⁹, elle remplit aussi celui de soutien à l'industrie nationale du capital-risque, composante de celle de la gestion d'actifs⁶⁰. Ce constat n'est pas surprenant en soi. Sachant que les subventions publiques facilitent l'obtention d'un financement en capital-risque (voir par exemple, Bédu et Montalban, 2014 ; Howell, 2017 ; Cumming, 2007 ; Conti, 2018 ; Giraudou *et al.*, 2019 ; Söderblom *et al.*, 2015 ; Berger et Hottenrott, 2021), la générosité de la France en termes de soutien public à la R&D privée (cour des comptes, 2021) a probablement contribué au développement de l'industrie du capital-risque. D'autre part, les véhicules d'investissement publics ont pour mission officielle de « structurer l'activité du capital-investissement français et d'exercer un effet d'entraînement/de levier auprès des investisseurs privés » (rapport d'information du Sénat, 2011).

⁵⁸ Nous attachons à l'État investisseur les collectivités territoriales dont le rôle dans le financement public de l'innovation est pour certains territoires aussi important que celui l'État (Bédu et Vanderstocken, 2020).

⁵⁹ Ce constat est globalement valable partout dans le monde (voir entre autres : Broekel, 2015 ; Busom *et al.*, 2014 ; Carboni, 2011 ; Dai et Cheng, 2015 ; Foreman-Peck, 2013 ; Lokshin et Mohnen, 2012 ; Takalo *et al.*, 2013).

⁶⁰ En 2022, les investissements des fonds français représentent 12,5% des investissements des véhicules d'investissements européens (France Invest, 2023 ; Invest Europe, 2022), confortant la seconde place de la France en Europe, derrière le Royaume-Uni.

Bpifrance est devenu incontournable parmi les acteurs français du capital-risque. Ses investissements directs en fonds propres dans les entreprises représentent 21,3 % des montants investis en capital-risque en 2020 (France Invest, 2021a). Toutefois, le rôle attribué à Bpifrance – et aux institutions qui l’ont précédé – l’a été en raison de la privatisation des banques. L’essor du capital-investissement en France doit beaucoup à la détention publique des banques. Ainsi, au milieu des années 1990 – qui marquent la fin de la détention publique – les montants investis par les banques dans les fonds de *private equity* représentent les deux tiers des souscriptions (Bpifrance, 2014). C’est à ce moment de l’histoire bancaire en France que les pouvoirs publics se dotent alors de structures *ad hoc* pour investir en capital-investissement, les investissements de l’État ne transitant désormais plus par les banques⁶¹.

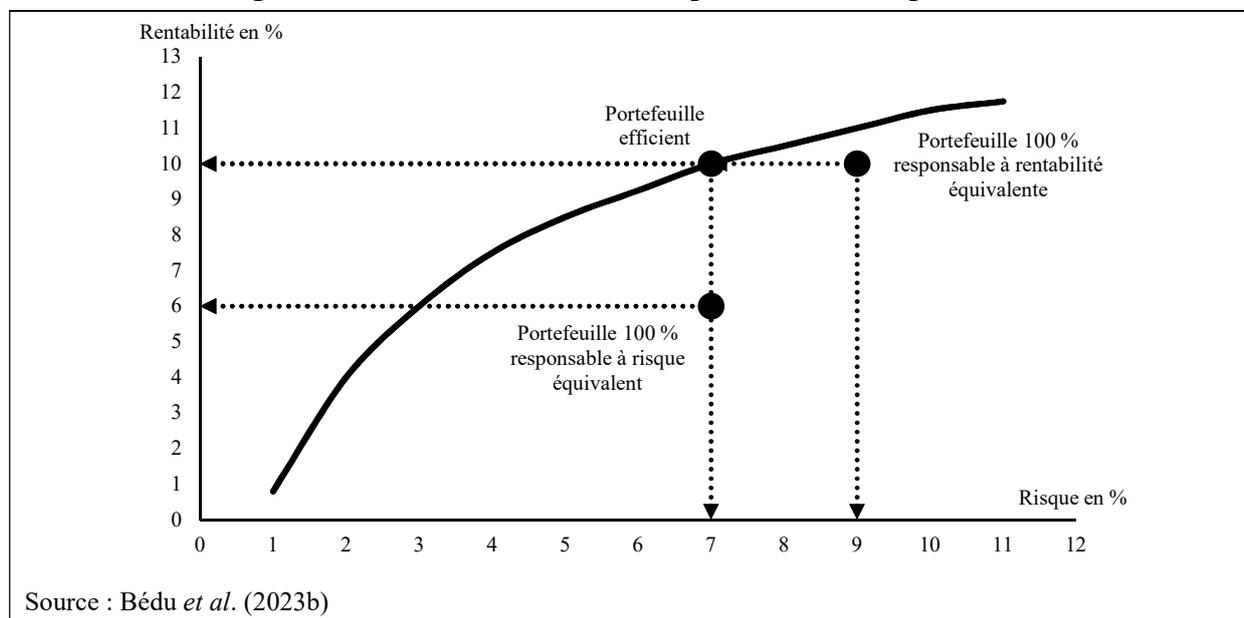
La deuxième défaillance concerne les marchés financiers qui ne sont pas en mesure d’orienter les flux d’épargne nécessaires au financement de la TEE. Celle-ci est plus précisément liée à l’institutionnalisation de l’intermédiation financière. L’état de la concurrence, les pratiques et les réglementations dans la gestion d’actifs pour compte de tiers sont incompatibles avec le financement de la TEE (Bédu *et al.*, 2023a, 2023b). L’externalisation croissante des mandats de gestion des fonds de pension et compagnies d’assurance vers les gestionnaires de fonds a entraîné un raccourcissement de l’horizon temporel de ces acteurs. Ceci favorise une gestion court-termiste en raison de la concurrence entre gestionnaires : à celui qui délivre le plus de rendements est confié le mandat de gestion des fonds de pension et des compagnies d’assurance. La concurrence entre les gestionnaires d’actifs pour l’obtention et le renouvellement de mandats est accentuée par la centralisation de l’épargne dans les mains de quelques grandes firmes financières. Pour ne pas perdre ces « gros clients », les gestionnaires d’actifs sont incités à privilégier les rendements de court terme. Chaque opportunité de marché peut conduire à remplacer un actif par un autre actif qui permet de générer plus de rendement durant la durée du mandat. Pour les entreprises, le financement de projets rentables à long terme peut s’avérer plus difficile en raison du découplage entre l’horizon temporel des mandats de gestion et celui des projets d’investissement. Les entreprises engagées dans la TEE comptent ainsi parmi celles dont la temporalité s’éloigne le plus de celle des gestionnaires d’actifs.

Du côté des gestionnaires de fonds, l’arbitrage entre rendement et risque – règle d’or dans les décisions d’investissement – a un effet désincitatif sur les investissements de TEE. Pour être financé, un projet de TEE dont on peut penser raisonnablement qu’il est plus risqué qu’un projet traditionnel doit offrir un rendement supérieur. Dans le « dogme statisticien » de la gestion de

⁶¹ En 1996, la CDC lance le « fonds innovation ». En 1997, la Banque de développement des PME (BDPME) est créée. Elle reprend les missions de SOFARIS qui en devient une filiale et intervient également en fonds propres (Banque de France, 1999). La BDPME et l’Agence nationale de valorisation de la recherche (ANVAR) fusionnent en 2005 pour devenir OSEO. Dès l’année suivante, la CDC entreprises crée France Investissement qui couvre l’ensemble des segments du *private equity* (Rapport d’information de l’Assemblée Nationale, 2011). Le Fonds stratégique d’investissement (FSI) est inauguré en 2008. L’ensemble des structures précédentes sont regroupées au sein de Bpifrance en 2013.

portefeuille, l'utilisation des capitaux apportés importe peu par rapport au couple rendement/risque du titre émis. Si investir une petite partie de son argent dans des projets responsables est « statistiquement justifié » car permettant de diversifier son portefeuille, consacrer l'ensemble de son portefeuille à des projets responsables ne l'est pas : l'univers d'investissement est nécessairement limité dans la mesure où seules les entreprises ayant une dimension durable peuvent être incluses (ou, du moins, doivent constituer la majorité des titres détenus) dans le portefeuille des titres. Il en résulte mécaniquement une diversification moins importante du portefeuille des investisseurs responsables. Celle-ci augmente donc le risque de leur portefeuille (qui n'est donc plus minimal) et est, en ce sens, non compatible avec la maximisation de l'intérêt financier des investisseurs. En théorie financière, un portefeuille 100 % responsable n'est donc pas un « portefeuille efficient » pour un investisseur. Pour chaque niveau de risque, il existe un portefeuille qui offre un niveau de rentabilité maximal, celui-ci étant le portefeuille efficient. Inversement, le portefeuille efficient est celui qui, pour un niveau de rentabilité donné, est le moins risqué. Comme il existe une infinité de niveaux de rentabilité (et de niveaux de risque), il existe donc une infinité de portefeuilles efficients. Celle-ci peut être représentée mathématiquement et graphiquement par une courbe continue qui comprend l'ensemble de ces portefeuilles efficients. Cette représentation est appelée « frontière d'efficacité ». La figure 3 représente la frontière d'efficacité et la position de deux portefeuilles 100 % responsable par rapport à cette dernière.

Figure 3. Frontière d'efficacité et portefeuilles responsables



Finalement, l'efficacité de la finance de marché dans le financement de la TEE implique soit, pour un même niveau de risque, une diminution des rendements exigés par les investisseurs (les gestionnaires de fonds) ; soit, pour un même niveau de rendement, une augmentation de leurs risques, ce qui est impossible dans le cadre actuel d'exercice de la finance. De tels

comportements sont contraires à la responsabilité fiduciaire : gérer le patrimoine financier au seul bénéfice financier de l'épargnant – notamment des « gros clients ». Pour les pouvoirs publics, les enjeux de régulation et de réforme sont doubles. D'un côté, il s'agit de transformer les pratiques (sortie de l'arbitrage rendement/risque, de la détermination « mathématique » de la valeur du « futur »), l'organisation des activités financières (la collecte et gestion déléguée de l'épargne et plus largement le système productif financier) et les réglementations (la responsabilité fiduciaire) – c'est-à-dire les institutions ou les conditions de base dans le paradigme SCP – des industries financières de sorte à rendre possible le financement de la TEE par le marché des capitaux. Mes travaux sur l'industrie (des industries) de la finance et les liens qui unissent l'État à ses « champions nationaux » ne plaident pas, aujourd'hui, en faveur de la réalisation de cette perspective. Pour autant, ils n'excluent pas cette possibilité si une déstabilisation du champ de la gestion d'actifs s'opère du fait de l'invasion de nouveaux acteurs ou de la modification de la hiérarchie. De l'autre côté, il est nécessaire d'imaginer d'autres sources de financement, notamment le financement public. En France, la voie la plus rapide serait de réorienter les missions des organismes publics de financement (Bpifrance, APE par exemple) vers la TEE. Mais cela ne pourrait se faire sans un basculement du compromis socio-politique au sein de l'état-major politique et financier et donc sans changement institutionnel. Il y a là deux pistes de recherche à envisager dans des recherches futures.

De l'économie industrielle et politique de la finance à l'analyse des industries de la finance

La section 1 de ce chapitre s'appuie sur mes travaux sur l'industrie du *private equity* (Bédu et Granier, 2018, Bédu *et al.*, 2022, Bédu et Palard, 2021) ; la section 2 fait appel au cadre d'analyse d'économie industrielle (Auvray *et al.*, 2022) appliquée à l'industrie bancaire ; la section 3 qui porte sur la révolution numérique en finance (Malherbe *et al.*, 2019, Miéra *et al.*, 2023) s'inscrit essentiellement dans le champ de l'économie de l'innovation de la finance (Bédu *et al.*, 2021).

Le chapitre précédent a montré l'importance de penser la finance comme une industrie entendue comme un méso-système et un champ d'action stratégique. Ce troisième chapitre applique ce cadre analytique d'économie industrielle et politique à trois systèmes productifs de la finance : l'industrie du *private equity*, l'industrie bancaire et l'industrie des services de paiement et de crédit. Il dévoile leur organisation productive, les relations entre les acteurs ainsi que les frontières, les pratiques et les comportements des firmes (modèles d'affaires, production et offre et sources de revenus) ou encore la place de la technologie. Plus fondamentalement, ce chapitre s'intéresse – directement ou indirectement – aux performances économique et politique des acteurs, celles-ci façonnant la dynamique d'évolution méso-sectorielle. Ce chapitre est enfin l'occasion de questionner l'utilité économique et sociale de chacune de ces industries.

La première section est dédiée à l'industrie du *private equity* que j'étudie depuis ma thèse de doctorat. C'est une jeune industrie de la finance qui peut être considérée – à juste titre – comme un (petit) sous-segment de la gestion d'actifs pour compte de tiers. Mais elle a su s'autonomiser et obtenir une légitimité dans la chaîne de valeur de l'intermédiation financière ainsi que dans le financement des entreprises. Mes recherches me positionnant davantage comme un spécialiste des opérations de LBO que des investissements en capital-risque, celles-ci font l'objet d'une plus grande attention dans cette première section. Elle débute par l'étude de l'organisation productive des firmes de *private equity* puis revient sur les pratiques spécifiques à cette industrie. Cette section permet donc d'identifier au sein du champ du *private equity* une conception de contrôle stable. Elle interroge enfin les frontières de ce secteur historiquement mono-produit qui se sont altérées suite à l'émergence d'innovations de produits en finance, à savoir le *crowdfunding* et les fonds de dette privée.

Cet enchaînement des analyses de l'organisation productive et des comportements est reconduit dans la seconde section qui porte sur l'industrie bancaire. Une lecture en termes de branche d'activités sert de base à l'analyse méso-systémique qui y est proposée. De manière schématique, trois principales branches peuvent être retenues : (i) les activités de banque de détail, (ii) celles assurantielles et (iii) de services d'investissements. Suivant la perspective d'économie industrielle et politique défendue dans ce mémoire, cette section montre que l'unité d'analyse pertinente dans l'industrie bancaire est le *groupe* et que le modèle de banque universelle en constitue la conception de contrôle.

La dernière section propose une analyse sectorielle de l'industrie des services de paiement et de crédit suite à l'invasion du champ par des *challengers*. La focalisation sur les activités de paiement et de crédit se fonde sur la définition d'établissement de crédit en droit. Un établissement de crédit est une personne morale apportant des services de banque définis par l'article L311-1 du Code monétaire et financier comme « les opérations de banque comprenant la réception de fonds remboursables du public, les opérations de crédit, ainsi que les services bancaires de paiement ». Nous ne retenons pas une lecture en termes de secteur bancaire pour deux raisons : l'hétérogénéité des firmes proposant des services de paiement et de crédit et la diversité des activités des groupes bancaires. Dans cette section, nous adoptons une lecture d'économistes de l'innovation et mobilisons une grille analytique évolutionniste car l'invasion du champ fait suite à un changement technologique. La conception de contrôle y est plutôt contestée bien que le champ affiche une certaine stabilité.

1. L'industrie du *private equity*

1.1. Processus d'intégration et organisation productive des firmes de *private equity*

1.1.1. Légitimation de l'industrie

La dynamique d'intégration de l'industrie du *private equity* en France s'est réalisée en deux phases si l'on retient un découpage à grand trait distinguant un avant et un après libéralisation financière. La première période qui s'étale de la fin de la Seconde Guerre mondiale à 1980 est celle de l'élaboration d'une configuration institutionnelle soutenant l'émergence de ce nouveau champ – secteur ou industrie – tandis que la période qui va de 1980 à nos jours est celle de la construction et de la reproduction de ce champ. La lecture dominante d'une émergence de l'industrie du *private equity* dans les années 1980 en France passe sous silence un changement institutionnel fondateur du système financier français, à savoir le développement de la gestion d'actifs pour compte de tiers à partir de 1945 qui donne naissance *de facto* aux sociétés d'investissement. Sur un plan technique, le droit français contient depuis 1957 un type de véhicule d'investissement, le FCP, qui constitue encore aujourd'hui un modèle de référence

dans la gestion d'actifs pour compte de tiers. Il a bien sûr évolué mais les différentes variantes (FCPR et FCPI) utilisées par les firmes de *private equity* sont très proches de celui-ci. Leurs fonctionnements (durée d'existence, droits des porteurs de parts, etc.) sont identiques et, seules, les contraintes d'investissement et la fiscalité diffèrent. Sur un plan institutionnel, la gestion d'actifs est déjà politiquement légitime dans le financement de l'économie bien que ni la profession de capital-investisseur (Benquet et Bergeron, 2019) ni celle de gestionnaire d'actifs (Kleiner, 2003) n'existent avant les années 1980.

De ces années jusqu'à nos jours, la création et la reproduction de l'industrie du *private equity*, son institutionnalisation en d'autres termes, est le résultat d'un travail politique de légitimation de l'industrie et de la profession de capital-investisseurs. Il concerne quatre catégories.

- (i) *L'État*. La légitimation de l'industrie du *private equity* en France passe par la production de discours de justification et de promotion de la profession autour de l'argumentaire suivant : elle constitue une solution aux difficultés de transmission des entreprises familiales, à celles du financement de l'innovation et soutient la croissance économique et l'emploi⁶². Les sociétés de gestion mobilisent quatre leviers d'action pour influencer le régulateur (Bédu *et al.*, 2022). Elles peuvent se faire représenter en brigant des mandats politiques ou en intégrant les entourages des parlementaires ou des membres de l'exécutif (1^{er} levier). La représentation directe est peu répandue en France. Une pratique qui l'est davantage vise à entretenir des liens avec le pouvoir politique par le biais de la nomination de hauts fonctionnaires à la direction générale l'association professionnelle *France invest*⁶³. Elles ont plus fréquemment recours au *lobbying* (2^{ème} levier) et obtiennent par ce biais des résultats remarquables. La performance politique de cette association lors de la négociation des « assurances-vie DSK⁶⁴ » au milieu des années 1990 est à noter. Opposée à la puissante et respectée Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA)⁶⁵, l'industrie du *private equity* réussit à imposer une fiscalité plus avantageuse aux contrats d'assurance-vie reposant sur des investissements dans des fonds de capital-investissement (Benquet *et al.*, 2020). Le financement des partis politiques et des campagnes électorales (3^{ème} levier) est plus marginal à la différence des États-Unis. Enfin, de manière ponctuelle,

⁶² À titre d'exemple, mentionnons l'étude annuelle « Croissance et création d'emplois » de *France invest*.

⁶³ Cette pratique relativement récente commence en 2011 avec Paul Perpère puis continue en 2019 avec Alexis Dupont. Elle rompt avec celle de direction par des dirigeants de sociétés de gestion en *private equity*.

⁶⁴ Appelées ainsi à référence à Dominique Strauss-Kahn, ministre des Finances en poste lors de leur création.

⁶⁵ Il semble que la FFSA ne soit pas en ordre de bataille lors des négociations. Benquet *et al.* (2020) rappellent que la représentante de la FFSA, Dominique Séquier est rapidement évincée. Il lui est reproché d'être trop proche du monde du *private equity* en tant que dirigeante de la filiale AXA *private equity*. Plus fondamentalement au milieu des années 1990, le groupe AXA a déjà opéré sa transition vers la gestion d'actifs pour devenir le *leader* mondial après sa fusion avec UAP en 1997 (Granier et Bédu, 2019). Dix ans plus tard, AXA occupe le 3^{ème} rang mondial dans le secteur de l'assurance et le 10^{ème} dans la gestion d'actifs. AXA *private equity*, qui a gagné son indépendance après un LBO orchestré par l'équipe dirigeante en 2013, est devenu Ardian, la 5^{ème} firme de *private equity* au monde.

l'industrie française n'hésite pas à brandir la menace d'une grève de l'investissement (4^{ème} levier) comme ce fut le cas lors du « mouvement des pigeons » en 2012.

- (ii) Les *investisseurs et partenaires des fonds*. L'industrie du *private equity* produit des biens rares pour les investisseurs institutionnels, des actifs financiers – des parts de fonds – dont le rendement est supposé être peu ou non corrélé aux marchés financiers (sauf en période de crise). Elle favorise donc la diversification de portefeuille des investisseurs et la réduction de leur exposition à la volatilité des marchés financiers⁶⁶ ainsi que du risque global de leur portefeuille. Pour les banques, le développement des opérations de LBO en France a été une aubaine pour trois raisons (Bédu et Granier, 2018) : elles sont davantage en mesure de surveiller les entreprises financées par rapport à un crédit bancaire traditionnel, la participation d'un fonds de LBO est un bon signal voire un gage de sécurité en termes de remboursement de la dette, et les LBO permettent aux banques de conquérir de nouveaux clients, notamment les dirigeants des entreprises-cibles devenus fortunés après un LBO réussi. Au-delà de ces justifications théoriques d'économie financière, le travail politique de légitimation l'industrie du *private equity* est grandement facilité par l'appartenance de ses promoteurs au réseau d'élites financières en France.
- (iii) Les *dirigeants des entreprises financées par les fonds*. Si l'argument de la facilitation de la transmission d'entreprise est crédible pour les cadres dirigeants souhaitant reprendre leur entreprise, il est rarement suffisant. La légitimité nécessite alors de mettre en place des pratiques soutenant l'enrôlement des dirigeants (Foureaux, 2017). Celles-ci visent à aligner les intérêts par des mécanismes formels (incitations financières, participation des cadres dirigeants en tant qu'investisseur dans l'opération, etc.) et informels notamment en exerçant une influence.
- (iv) Les *salariés et plus largement le public*. Aux yeux de ces derniers, l'industrie du *private equity* n'apparaît pas légitime. À ma connaissance, elle ne cherche pas à produire de discours spécifiques à destination de l'opinion publique et réutilise celui de l'utilité économique et sociale qui peine néanmoins à convaincre comme le montre la création du « collectif LBO » par la CGT. Les LBO n'ont pas bonne presse auprès des salariés qui ne correspondent pas à leur sens de la justice (Chambost, 2013).

1.1.2. Organisation productive des sociétés de gestion et état concurrentiel

Dans le droit français, les fonds n'ont pas de personnalité morale et dépendent de sociétés qui en sont dotées. Il convient donc de distinguer les fonds de *private equity* – les véhicules d'investissement – des firmes de *private equity* – les sociétés de gestion. L'organisation interne de base – la structure de gouvernance – retenue par les acteurs est invariante. Elle s'articule autour d'une équipe de direction et de plusieurs équipes opérationnelles qui ont la charge de

⁶⁶ La baisse de volatilité du portefeuille est en partie illusoire du fait d'une fréquence de valorisation des actifs non cotés trimestrielle voire annuelle.

lever les capitaux et de rechercher des opportunités d'investissement Cette structure de gouvernance partagée contribue à la reproduction de l'industrie – du champ.

Selon Foureault (2018), la structure du champ dans les années 2000 est identique à celle des années 1980. Il identifie les trois mêmes pôles : les fonds anglo-américains, les fonds régionaux et les indépendants français. Pour autant, cette similitude ne doit pas faire oublier que sur la décennie 1990, l'industrie française du LBO se structure autour des groupes bancaires et assurantiels qui sont, jusque dans le milieu des années 2000, les principaux gestionnaires de fonds à travers leurs filiales dédiées au capital-investissement (Bédu et Granier, 2018). Si les travaux sociologiques (Benquet et Bourgeron, 2019 ; Benquet *et al.*, 2020 ; Foureault, 2018) en font état, ils en sous-estiment nettement les effets. Les analyses développées ne tiennent compte ni de l'organisation en groupe des banques et compagnies d'assurance françaises, ni de leur pratiques (élargissement du périmètre d'activités vers la gestion d'actifs), ni même de leur statut de « champions nationaux » et de piliers du système financier français.

Depuis le milieu des années 2010, les firmes indépendantes dominent le marché en termes de levées de fonds (Invest Europe, 2017). Leur organisation est à rapprocher des cabinets d'avocats d'affaires. Elle est basée sur la collégialité, ce qui s'explique par le statut d'associés de leurs dirigeants. Les banques dont les investissements en capitaux propres – notamment par le biais de leurs filiales en *private equity* – représentent, au début des années 2000, un tiers des levées de fonds (EVCA, 2009) se désengagent en raison des nouvelles réglementations bancaires (Bâle II et III) au début des années 2010 (Invest Europe, 2017). La mise en retrait des groupes bancaires et assurantiels prend aussi la forme d'une cession de leurs filiales en *private equity* mais sans que cela n'altère la hiérarchie au sein du champ. Il reste dominé par des grands gestionnaires indépendants tels que PAI Partners, parfois de niveau mondial comme Ardian, respectivement anciennes filiales de BNP Paribas et d'AXA. Le champ est stabilisé par des relations intra-sectorielles denses reposant encore et toujours sur la syndication des investissements et sur un processus sectoriel d'auto-alimentation en affaires – qui agissent comme des structures de gouvernance chez Fligstein.

1.2. Pratiques de l'industrie du *private equity*

1.2.1. Gouvernance d'entreprise et vision contractualiste de la firme

La création de valeur pour l'actionnaire constitue la conception de contrôle des sociétés de gestion de *private equity* dans leurs pratiques de gouvernance des entreprises cibles.⁶⁷ Les gestionnaires visent à contrôler et/ou à surveiller les entreprises financées pour atteindre leurs objectifs de remontée de dividendes (pour le service de la dette) et de valorisation de la cible

⁶⁷ Pour une discussion critique générale de cette notion de création de valeur pour l'actionnaire, cf. Aglietta et Reberieux (2004).

(pour une plus-value de revente lors de la sortie du fonds). Le contrôle de l'entreprise donne le droit aux fonds de choisir le dirigeant de l'entreprise acquise. La surveillance englobe l'ensemble des pratiques et dispositifs visant à réduire l'exposition des fonds à l'asymétrie d'information.

Une conception contractualiste de la nature de la firme domine dans l'industrie des LBO. Des travaux en sociologie économique montrent ainsi que les professionnels du secteur ont recours au répertoire argumentaire associée à la création de valeur actionnariale pour justifier leurs pratiques d'évaluation de la valeur des firmes (Benquet, 2019). Une lecture d'économie industrielle et des organisations des mécanismes de surveillance déployés est aussi utile pour mettre en lumière cette conception contractualiste. Les fonds de LBO ont quasi-systématiquement recours à trois outils ; les pratiques de gouvernance sont donc standardisées. Elles façonnent une perception de la nature de la firme partagée au sein du champ et participent à en stabiliser la conception de contrôle. Ces mécanismes s'inspirent assez fortement de travaux fondateurs du corpus théorique contractualiste, à savoir les articles de Jensen et Meckling, (1976), d'Alchian et Demsetz (1972) et d'Hart et Moore (1990).

La dette contractée lors d'un LBO sert à la fois à financer l'acquisition et à discipliner les dirigeants. Certains mécanismes traditionnels de contrôle sont relativement inadaptés (remplacement des dirigeants indisciplinés) voire inopérants (revente de l'entreprise). Ils peuvent en outre apparaître faiblement crédibles aux yeux des dirigeants, car y avoir recours peut donner lieu à des pertes encore plus importantes pour les fonds de LBO. La discipline des dirigeants repose ainsi sur la dette car la mise en défaillance de l'entreprise est une menace crédible. Les travaux de la théorie de l'agence sur la structure financière optimale démontrent la supériorité de la dette sur les capitaux propres dans le financement externe des entreprises (Jensen et Meckling, 1976). Dans un LBO, la dette contractée discipline les dirigeants, les liquidités de l'entreprise étant affectées à son remboursement. Elle permet par ailleurs d'évaluer leur performance à travers la capacité de l'entreprise à rembourser la dette.

Si la dette est le mécanisme de surveillance de base, les fonds ont toujours recours à un second mécanisme de surveillance : le *management package*, c'est-à-dire un ensemble d'incitations monétaires visant à motiver les dirigeants. Un *management package* leur offre la possibilité de souscrire aux augmentations de capital et de bénéficier d'un intéressement aux résultats en obtenant une partie de la plus-value (droit de créance) lors de la sortie du fonds. Un *management package* est une opérationnalisation – fidèle – des statuts de surveillant et de créancier résiduel tels que définis dans la théorie des droits de propriété par Alchian et Demsetz (1972). Le dirigeant qui a la charge de la surveillance⁶⁸ la remplit d'autant mieux qu'il est incité à la faire.

⁶⁸ La notion de surveillance ne s'entend pas uniquement au sens commun mais comprend d'autres fonctions telles que le choix des stratégies, l'évaluation des performances productives ou encore l'organisation du travail... soit les fonctions qu'on peut raisonnablement attribuer à l'équipe dirigeante d'une entreprise sous LBO.

Enfin, l'industrie a très majoritairement recours à une forme particulière de LBO appelée *Management Buy-Out* (MBO)⁶⁹. Les cadres dirigeants salariés participent financièrement à l'opération de rachat de leur entreprise et en deviennent actionnaires. Cette forme de LBO se justifie aisément : il est hasardeux de remplacer l'ensemble des cadres dirigeants d'une entreprise⁷⁰. Mais pour éviter tout comportement opportuniste de la part des dirigeants maintenus en poste, les fonds leur attribuent des parts sociales. Les motivations des cadres dirigeants devenus actionnaires et leur investissement dans leurs fonctions sont d'autant plus fortes que les conséquences sont lourdes en cas d'échec : perte d'emploi et perte de l'épargne investie. Sur un plan théorique, la filiation entre un MBO et la théorie des contrats incomplets (nouvelle théorie des droits de propriété) est évidente. Un MBO reprend la recommandation d'Hart et Moore (1990) d'attribuer un droit de propriété aux dirigeants dont les investissements (à être performants) participent à l'amélioration de la performance de l'entreprise.

1.2.2. Nouvelles formes et pratiques du private equity

L'industrie du *private equity* a connu deux mutations depuis le milieu des années 2000. La première concerne le segment du capital-risque suite au développement du financement participatif ou *crowdfunding*. Le financement par titres financiers ou *equity crowdfunding* questionne les frontières du secteur de capital-risque. Il ne s'agit pas d'une nouvelle pratique portée par les acteurs du champ mais davantage d'une nouvelle forme de capital-risque portée par des envahisseurs (*challengers*). L'*equity crowdfunding* a plusieurs caractéristiques en commun avec les financements en capital-risque. C'est un investissement en fonds propres. Ensuite, les entreprises ciblées sont le plus souvent des TPE et des PME. Les entreprises financées en capital-risque et en *equity crowdfunding* partagent également un besoin de financement dans leurs premières années d'existence généralement non satisfait par les banques. Enfin, la structure tripartite est similaire (entreprises financées - fonds de capital-risque/plateformes d'*equity crowdfunding* - investisseurs) même si le fonctionnement des plateformes et des fonds est différent. Les pratiques en termes d'évaluation et de sélection des projets tendent à se conformer à celles des fonds de capital-risque (Boyer *et al.*, 2016 ; Salomon, 2016 ; Löher, 2016). Cette convergence des pratiques soutient alors une adhésion à la conception de contrôle des *incumbents* suite à l'invasion du champ.

L'invasion du champ est supposée modifier l'état de la concurrence entre ses acteurs et créer de nouvelles interactions. Au moment d'écrire ce mémoire d'HDR, la dynamique relationnelle montre surtout une complémentarité entre les plateformes d'*equity crowdfunding* et les fonds de capital-risque. L'*equity crowdfunding* est souvent présenté comme une alternative moins

⁶⁹ Il est difficile d'estimer précisément la proportion des MBO car le périmètre de ce type d'opération n'est pas stabilisé ni dans la littérature, ni dans les bases de données utilisées dans les recherches empiriques. Les différents types de LBO se chevauchent assez aisément (Bédu et Granier, 2018).

⁷⁰ Elle sert aussi au discours de légitimation de l'industrie des LBO (*cf.* section 1.1.1).

coûteuse et peu contraignante par rapport à un accompagnement en capital-risque mais les montants accordés sont plus faibles. Ils sont essentiellement investis sur un segment, le capital-amorçage, relativement délaissé par les capitaux-risqueurs. Le développement de l'*equity crowdfunding* contribue aussi au fonctionnement « normal » de l'industrie du capital-risque. En amont, les fonds de capital-risque investissent dans les acteurs du secteur de l'*equity crowdfunding*. En aval, ils prennent le relais dans le financement des entreprises ayant reçu de l'*equity crowdfunding*. L'obtention d'un financement en *crowdfunding* augmente la probabilité d'être soutenue par un fonds de capital-risque (Kaminski *et al.*, 2019)

La deuxième mutation a trait à l'émergence de nouvelles pratiques des fonds de LBO. Certaines acquisitions sont effectuées sans participation d'un fonds ou avec un fonds minoritaire et une équipe dirigeante majoritaire dans la structure de capital. Ces opérations dites « *sponsorless* » sont souvent initiées par les managers dans le cadre d'un second, troisième voire quatrième LBO lors de la sortie d'un fonds majoritaire. Elles sont financées principalement par de la dette *mezzanine* ou de la dette unitranche (combinaison de dettes *senior* et *junior*) car depuis la crise financière de 2007-2008 et le durcissement de la régulation bancaire, les crédits bancaires (dette *senior*) alloués à ce genre d'opération sont plus rares. Les fonds de dette privée se substituent aux banques en proposant des solutions « clés en main » (dette unitranche). Plus largement, les fonds de dette privée sont devenus des partenaires privilégiés des fonds de LBO. En Europe, près de 44 % des transactions en dette privée effectuées en 2020 concernent un LBO (Deloitte, 2021). Cette tendance est aussi portée par certaines grandes sociétés de gestion telle que Blackstone, KKR ou encore Ardian. Elles proposent leurs propres fonds de dette privée et participant en tant que créancier dans les opérations de LBO consolident leur positionnement hiérarchique au sein de l'industrie – du champ.

1.2.3. Les sources de revenus : volume d'affaires et performance des fonds

Les *general partners* (sociétés de gestion) sont rémunérés selon une formule contractuelle dite du « 2 % - 20 % - 8 % » combinant une part fixe et une part variable indexée sur les résultats. Une commission de gestion (*management fees*) de 2 % calculée à partir du montant des capitaux investis est perçue annuellement. Une commission de surperformance (*carried interest*) de 20 % est généralement prélevée sur les plus-values de revente des parts sociales des entreprises financées. Elle est conditionnée à une rentabilité globale du fonds minimale fixée classiquement à 8 % (*hurdle rate*). Mais les sociétés de gestion peuvent exiger le versement d'autres types de commissions au motif de la souscription au fonds ou pour couvrir les frais de constitution du fonds (AMF, 2019). Depuis le début des années 2010, le montant total des commissions a diminué. Certaines commissions (de transaction et de surveillance) ne sont plus appliquées ou sont rétrocédées aux souscripteurs. La rétrocession des commissions a été initiée par les grandes sociétés de gestion qui, en contrepartie, négocient la suppression ou l'abaissement du *hurdle*

rate et/ou une augmentation des parts de *carried interest*. Cette évolution de la conception de contrôle portée par les *incumbents* n'a déstabilisé ni le champ ni sa hiérarchie.

Les importants revenus perçus par les gestionnaires de fonds sont justifiés par les associations professionnelles par les performances élevées obtenues depuis de nombreuses années, dépassant nettement celles des autres classes d'actifs. (France Invest, 2021b). Or, le niveau de performance de l'industrie repose sur le calcul de rentabilités moyennes des fonds qui donne une image trompeuse. La pratique de communication de *France invest* – commune à l'ensemble des associations professionnelles, c'est-à-dire des « unités de gouvernance internes » – entretient ainsi la croyance d'une surperformance du *private equity* par rapport aux autres classes d'actifs. Calculées à partir de bases de données financières qui font référence chez les praticiens et les chercheurs⁷¹, les mesures de rentabilité mises en avant par l'industrie comportent des biais. Elles sont notamment effectuées sans tenir compte du niveau de risque ni de la prime de liquidité sachant que les souscriptions à des fonds de *private equity* comptent parmi les investissements les moins liquides (Phalippou et Gottschalg, 2009 ; Ang 2014).

Pour les *limited partners* (compagnies d'assurance, fonds de pension, fonds mutuels), la comparaison des performances des fonds est sujette à caution. En pratique, elles sont fréquemment mesurées à partir des taux de rendement interne (TRI). Or, pour chaque fonds, son TRI dépend, d'une part, de son horizon d'investissement et de l'étalement dans le temps des sorties du capital des entreprises financées et, d'autre part, de la valeur liquidative du fonds dont la réévaluation peu fréquente s'éloigne de la pratique du *mark-to-market* (Bédu *et al.*, 2022). Cette pratique d'évaluation de la rentabilité des fonds contribue à créer une zone d'ombre autour de leur performance « réelle ». Pour autant, elle n'est pas remise en question par les investisseurs supposés être à la recherche de transparence informationnelle. Les sociétés de gestion ont acquis et su préserver une certaine autonomie dans la fixation de leurs rémunérations – et de leurs droits de propriété.

Les sociétés de gestion de *private equity* ont aussi gagné en autonomie dans la conduite de leur métier. Il est malaisé pour les *limited partners* d'évaluer la performance des cibles – et, par extension, celle des fonds en termes de sélection des cibles et d'amélioration de leur gouvernance – car leurs données comptables et financières sont le plus souvent difficile d'accès. En France, deux entreprises sur trois faisant l'objet d'un LBO avec la participation d'un fonds de *private equity* sont des PME et la quasi-totalité d'entre elles sont des entreprises non cotées (AFIC, 2017a). Les souscripteurs sont tributaires des sociétés de gestion et de la qualité de leur communication sur leurs activités (*reporting*), situation de dépendance non résolue par les obligations de standardisation et d'harmonisation du *reporting* ni par l'évaluation indépendante des participations en portefeuille inscrites dans la réglementation européenne qui autorise que les firmes de *private equity* et leurs évaluateurs appartiennent au même groupe à condition de

⁷¹ Notons ici qu'elles font surtout référence car ce sont les seules données disponibles.

respecter l'« indépendance fonctionnelle en interne ». Une des raisons à la création des SLP était justement d'associer les *limited partners* à la gouvernance des fonds afin de rééquilibrer la relation entre les *general partners* et les *limited partners*. Pour autant, celle-ci relève moins d'une volonté de défendre les intérêts des souscripteurs des fonds face à leurs gestionnaires que de celle de promouvoir l'industrie française du LBO face à la concurrence croissante en Europe pour la domiciliation et la gestion des fonds (Bédu et Granier, 2018)

1.3. De l'utilité économique et sociale des LBO

1.3.1. Performances dans le financement des entreprises françaises

En France, le poids des LBO dans le financement des entreprises est extrêmement modeste comparativement au crédit bancaire ce qui amène à nuancer leur capacité à soutenir la croissance économique d'autant que leurs effets sur les entreprises font l'objet d'une controverse scientifique. Des études mettent en évidence que les LBO, sont sources de création d'emplois (Boucly *et al.*, 2011). Mais ce résultat est nuancé voire contredit par d'autres travaux (Gaspar, 2012 ; Guery *et al.*, 2017). Sur un plan méthodologique, les résultats sont susceptibles de varier fortement selon que l'étude est effectuée au niveau agrégé (la société est l'unité d'analyse) ou à une échelle plus fine (l'établissement est l'unité d'analyse). Dans le premier cas, la création ou la destruction d'emplois peuvent correspondre à un transfert de salariés qui se manifeste comme suit : (i) une augmentation des effectifs après l'acquisition d'une entreprise concurrente sans nouvelle embauche, (ii) diminution des effectifs après une cession d'une filiale ou d'une usine sans licenciement. Dans le deuxième cas, il est possible de mesurer plus finement les effets des LBO mais les données sont rarement disponibles. Les effets des financements en *private equity* sur le développement des entreprises sont aussi ambigus. Suite à un LBO, les investissements augmenteraient selon Boucly *et al.* (2011). Ce résultat n'est pas confirmé par Engel et Stiebale (2014)⁷².

Les LBO sont des investissements risqués qui peuvent conduire à la défaillance des entreprises. Nous avons montré à partir d'un échantillon de 178 cibles appariées par score de propension à des entreprises similaires que les LBO augmentent le taux de défaillance des entreprises et que leur probabilité de faillite augmente avec le niveau de la dette contractée lors l'opération (Bédu et Palard, 2014). La défaillance d'une entreprise sous LBO entraîne deux types de coûts. Les coûts indirects sont liés à la fiscalité avantageuse. La déductibilité des charges financières issues de l'endettement et le principe d'imposition unique diminuent fortement l'impôt sur les sociétés versé par les entreprises sous LBO. Dans un premier temps, ces avantages fiscaux grèvent les recettes de l'État mais sont supposés être compensés, dans un second temps, par l'augmentation

⁷² À l'échelle européenne, les travaux empiriques convergent vers une amélioration des performances opérationnelles des entreprises au Royaume-Uni mais nuancent ce constat pour les autres pays (Bédu et Palard, 2021).

des montants d'impôts versés par les entreprises dont la rentabilité et la taille se sont accrues grâce à l'accompagnement par un fonds de LBO. Mais cette logique ne fonctionne plus lorsque les entreprises font défaut. Les coûts directs de la défaillance correspondent aux indemnités de licenciement ainsi qu'aux allocations chômage versées aux salariés ayant perdu leur emploi suite à la liquidation judiciaire. Lorsqu'une entreprise sous LBO fait défaut, il est fréquent que la *holding* de reprise ne dispose pas des ressources nécessaires pour honorer les indemnités de licenciement. Elles sont alors couvertes par l'Assurance de garantie des salaires (AGS). Dans ce cas, c'est la collectivité des employeurs qui est mobilisée.

1.3.2. LBO, shadow banking et risque systémique

Le Conseil de stabilité financière (CSF ou FSB) ainsi que la commission européenne classent les fonds de *private equity* parmi les acteurs impliqués dans le *shadow banking*⁷³. Celui-ci a tenu une fonction importante dans l'approvisionnement de l'industrie du LBO en liquidités jusqu'au déclenchement de la crise des *subprimes*. La titrisation par les banques de la dette LBO sous forme de *Collateralized Debt Obligations* (CDO) et de *Collateralized Loan Obligations* (CLO) leur a permis d'alléger leurs bilans. Une fois les créances cédées par le biais de véhicules de titrisation (*special purpose vehicle* ou SPV), les banques ont pu continuer à accorder de la dette LBO tout en respectant les contraintes de fonds propres fixées par les accords de Bâle II. Il s'agit, finalement, de la même logique que pour les crédits *subprimes*.

L'industrie du LBO, grande consommatrice de crédits, a également trouvé dans le *shadow banking* une source importante de refinancement. Ce nouvel endettement (*leveraged loan*) peut être destiné à financer le développement de la cible dans le cadre d'une stratégie de croissance externe (*build-up*). Dans certains cas, les entreprises sous LBO connaissent une deuxième phase d'endettement lorsque le fonds acquéreur a recours à un « *leverage recapitalization* » après quelques années de détention de la cible. Bien qu'il puisse servir à rembourser les tranches de dette les plus coûteuses (par exemple les prêts des actionnaires), ce nouvel endettement vise souvent à verser un dividende exceptionnel aux actionnaires (*dividend recapitalization*) dans une logique de rachat d'actions et de financiarisation des entreprises.

Suite à la crise financière de 2007-2008, le maintien des taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas dans la plupart des pays industrialisés a permis d'éviter l'explosion de la bulle des LBO en offrant des conditions favorables à la renégociation des dettes des cibles acquises avant la crise. Mais le financement et le refinancement à faible coût de la dette LBO qui ont soutenu la reprise des opérations engendrent également des effets indésirables. Aux États-Unis, les multiples d'endettement (dette *senior*) avoisinent 6 fois l'EBITDA sur la période 2017-2021, très proches des multiples historiques de 6,1 observés en 2007 selon S&P Global.

⁷³ Le *shadow banking* ou système bancaire parallèle désigne un « système d'intermédiation du crédit qui implique des entités ou des activités réalisées en dehors du système bancaire traditionnel » (FSB, 2011).

La tendance est similaire en Europe, avec des multiples d'endettement représentant 5,7 fois l'EBITDA en 2018. La très forte remontée des niveaux de valorisation dans les opérations de LBO depuis le début des années 2010 est à l'origine de cette situation. Le ratio Valeur de l'entreprise/EBITDA est supérieur à 10 et dépasse les valeurs maximales observés en 2007 avant la crise aux États-Unis et en Europe, suggérant qu'une bulle LBO s'est constituée avant la dégradation de la conjoncture économique consécutive au COVID-19.

Une conséquence est la reprise de la titrisation de la dette LBO sous forme de CLO depuis le milieu des années 2010. À la différence des CLO d'avant crise, il ne s'agit plus d'obligations adossées à de la dette LBO accordée par des banques mais d'obligations reposant sur des crédits octroyés par des fonds de dette privée. Si ces derniers exigent des taux d'intérêt plus élevés, les *covenants* sont nettement moins contraignants (*covenant light*) que ceux imposés par les banques. De manière plus importante, ils financent des opérations auxquelles les banques ont refusé de participer ce qui laisse à penser que certaines acquisitions sont très risquées. Les encours des CLO (tous types de dette confondus) connaissent une croissance très forte depuis 2012. En 2014, les CLO pèsent environ 400 milliards de dollars, montants équivalents à ceux observés en 2007. En 2018, ils représentent plus de 740 milliards de dollars (FSB, 2019) et atteignent 1 000 milliards de dollars en 2021 selon S&P Global.

Les CLO attirent de nombreux investisseurs car ils offrent des rendements très élevés. Ceux adossés à la dette LBO sont particulièrement convoités. Les compagnies d'assurance et les fonds de pension dont l'horizon d'investissement de long terme est compatible avec les LBO ont massivement investi dans cette classe d'actif, diffusant la dette LBO auprès des épargnants individuels. Dans un tel contexte, le moindre choc conjoncturel (ralentissement de la demande mondiale, modification des taux d'intérêt, choc sectoriel, etc.) est susceptible de déclencher l'éclatement de la bulle de la dette LBO qui pourrait, par effet de contagion, créer une crise systémique.

2. L'industrie bancaire

2.1. Unité d'analyse, organisation productive et comportements stratégiques

2.1.1. Le groupe bancaire et la banque universelle : structure de gouvernance et conception de contrôle

Le groupe est l'unité d'analyse pertinente pour l'étude de l'industrie bancaire et de ses acteurs en France – comme dans la plupart des pays européens. Une approche en termes de groupe bancaire tient compte de l'ensemble des activités conduites au sein d'une même organisation. Elle a l'avantage d'insister sur le fait que les activités de base – le cœur de métier – sont les

opérations de banque même si la coexistence d'activités bancaires (gestion des dépôts, des opérations de crédit, des services de paiement) et non bancaires (activités de courtier ou *broker*, de négociants ou *dealer*, de titrisation, de gestion d'actifs ou encore d'assurance) n'est pas explicite. Dans les faits, les cinq premiers groupes bancaires en France (Crédit Agricole, BNP Paribas, Société Générale, BPCE, CIC-Crédit Mutuel et la Banque Postale) sont des groupes bancaires, financiers et assurantiels. De manière plus importante, c'est à partir des opérations de banque que s'opère une diversification cohérente des activités des groupes bancaires (cf. section 2.2.1).

Le terme de conglomérat financier est parfois évoqué pour désigner l'organisation productive des groupes bancaires ainsi que le modèle de banque universelle. Le *Joint Forum of Financial Supervisors* le définit comme un ensemble de sociétés captives ou sous influence majoritaire, incluant les sociétés financières *holding*, qui exercent des activités financières dans au moins deux secteurs réglementés parmi la banque, l'assurance ou les activités d'investissement (Joint Forum, 2012). Le premier inconvénient de cette lecture de la banque universelle est de laisser à penser que celle-ci développe des activités peu liées entre elles alors que la filière de la gestion d'actifs est intégrée dans le périmètre d'activités des groupes bancaires (cf. section 1.2.1 du chapitre 2). Le second est de ranger dans une même catégorie différents acteurs financiers et donc différentes industries financières. Or, comme nous le défendons dans ce mémoire d'HDR et nos travaux de recherche, une analyse agrégée à l'échelle du secteur financier pris comme un tout est limitée et ne permet pas de saisir les régularités de pratique et de comportement, les représentations dominantes qui s'expriment à des échelles plus fines.

En France, l'élargissement du périmètre d'activités des entreprises de la finance a été amorcé par les groupes bancaires. Ils assurent, sous l'égide de l'État, la gestion de la gestion d'actifs pour compte de tiers sur la période 1950-1970 avant d'en devenir les principaux acteurs par le biais de leurs filiales (Natixis pour le groupe BPCE, Amundi pour le Crédit Agricole, BNP Paribas Asset Management par exemple). Ce sont toujours eux, dans un contexte d'érosion des marges durant les années 1980, qui ouvrent, en premier, des branches dans l'assurance avant que les compagnies d'assurance ne leur répondent en ouvrant des filiales bancaires. L'interchangeabilité croissante des produits et des services financiers accroît la concurrence entre acteurs opérant précédemment sur des segments d'activité distincts (Scialom, 1997). Mais cette nouvelle concurrence contribue à son tour à instituer une structure de gouvernance : une organisation fonctionnelle en filiales/branches d'activité. Celle-ci en s'institutionnalisant stabilise le champ et donne naissance à une conception de contrôle au sein de l'industrie bancaire : le modèle de banque universelle. L'organisation verticale des groupes bancaires français associant filiales spécialisées dans la production des produits et des services financiers et réseau de guichets de commercialisation (distribution captive) agit comme une barrière à l'entrée vis-à-vis des entreprises financières indépendantes qui soutient une structure concurrentielle oligopolistique.

2.1.2. Du relational banking au transactional banking

L'extension du périmètre des activités bancaires et les changements technologiques qui s'opèrent depuis les années 1970 ont accompagné la domination du modèle de « banque relationnelle » (*relational banking*) basé sur des relations continues et durables (« logique d'engagement ») par le modèle de « banque transactionnelle » (*transactional banking*) caractérisé par des échanges ponctuels selon une « logique d'acte ». Cette évolution de la relation entre les banquiers et leurs clients modifie la conduite des services de base proposés par les banques de détail. La « production » de crédits dans la banque relationnelle dépend de la collecte d'informations spécifiques, confidentielles et non accessibles aux autres financeurs de nature qualitative (*soft information*). Les informations de nature quantitative (*hard information*) comme le *credit scoring* par exemple sont privilégiées dans la banque transactionnelle, le but étant d'objectiver la qualité de l'emprunteur.

Depuis les travaux de Berger et Udell (2002), la croyance d'un modèle de banque relationnelle caractéristique des établissements bancaires de taille modeste s'est imposée alors que le constat n'est valide qu'aux États-Unis. En pratique, les deux modèles coexistent au sein des groupes bancaires français où les départements de banque privée s'appuient sur un modèle de banque relationnelle tandis que les banques en ligne, qui se caractérisent par une clientèle jeune et/ou moins aisée, sont un bon exemple de la banque transactionnelle. Cette structure de gouvernance stabilise le champ (la structure oligopolistique), assure le maintien de la hiérarchie et constitue une barrière à l'entrée.

Cette coévolution des modèles s'est accompagnée de l'avènement de la banque à distance au début des années 1980. La banque à distance est pensée comme un outil de fidélisation de la clientèle et ambitionne une meilleure maîtrise des coûts (délégation aux clients des opérations les plus simples). L'objectif est de réserver le temps de travail du conseiller de clientèle aux activités de crédit ou de gestion de portefeuille, plus rentables. Suite à l'émergence de la banque à distance, les banques suivent une stratégie de diminution des coûts à qualité de service bancaire (supposée) constante. Cette stratégie accompagne l'évolution, dans les années 2000, du concept de *banque à distance* vers celui de la *banque en ligne*. Il ne s'agit plus à proprement parler d'un service mais plutôt d'une nouvelle catégorie d'acteurs bancaires.

2.1.3. Diversification de l'offre : économies de gamme et d'échelle, source de financement, source de revenus

Économies de gamme et d'échelle. Nous proposons de définir le modèle de banque universelle comme une conception de contrôle de type *production de masse et diversifiée* de produits bancaires et financiers. Elle permet de fidéliser les clients grâce à la proposition d'une gamme

élargie de produits bancaires et/ou financiers (*cross-selling*) d'une part et de diminuer le coût marginal d'acquisition du contrat supplémentaire (Duverne et Maire, 2005) par la réalisation d'économies de gamme d'autre part. Les complémentarités s'expriment aussi au niveau des réseaux de distribution (Paguet, 1994). La pratique dominante est de confier au conseiller clientèle la charge de la commercialisation de plusieurs produits de collecte d'épargne. Celle-ci est dirigée vers des produits d'épargne bancaire de types livrets à taux administrés (branche bancaire), des parts d'OPCVM (branche gestionnaire d'actifs) et des contrats d'assurance-vie (branche assurantielle). La distribution conjointe permet de réaliser des gains de productivité et de diminuer les coûts de la collecte d'informations sur la clientèle grâce à leur mutualisation. Dans la branche gestion d'actifs des groupes bancaires, la vente simultanée de plusieurs fonds (une famille de fonds), qui est pratiquée par la plupart des sociétés de gestion, engendre aussi des économies d'échelle et de gamme dans la gestion des actifs, la distribution et la promotion des fonds.

Source de financements. Durant les années 1980, le système financier français est profondément modernisé. Parmi les réformes, deux vont être d'une importance capitale dans le développement par les groupes bancaires d'une branche gestion d'actifs « à la française », source importante de leur financement. La première est l'introduction des fonds monétaires en 1982 en provenance des États-Unis. La deuxième réforme concerne les Titres de Créances Négociables (TCN) en 1986. Pour les banques, les certificats de dépôt vont devenir une source de financement en remplacement des dépôts à court terme. L'interconnexion croissante entre les marchés et les banques, et plus particulièrement la complémentarité entre la gestion d'actifs, les activités bancaires et donc le financement des banques, va alors apparaître au grand jour. Les principaux détenteurs de certificats de dépôt sont les fonds (OPCVM) monétaires (CNC, 1993). Or, les principaux promoteurs de ces fonds sont les banques⁷⁴. Les OPCVM monétaires sont des innovations financières au service des groupes bancaires qui sont toujours financés par les déposants mais de manière indirecte : les certificats de dépôt émis par les banques sont détenus à l'actif des OPCVM monétaires dont elles sont les *sponsors* avant d'être revendus aux investisseurs – épargnants – de ces OCVM. Du milieu des années 1990 au milieu des années 2010, les gestionnaires français ont consolidé leur spécialisation dans les fonds monétaires. Sur cette période, la part des OPCVM monétaires a oscillé entre 29 et 45 % de l'actif net total des fonds, comparable au secteur américain. En revanche, leur part est structurellement inférieure à 5 % en Allemagne et au Royaume-Uni. Au début des années 1990, les banques dominent le marché de la gestion d'actifs ; elles gèrent près de 90 % du nombre total de fonds domiciliés en France, soit 75 % des actifs sous gestion.

Source de revenus. Grâce à l'intégration verticale, les groupes bancaires peuvent contrôler la chaîne de valeur et percevoir des revenus à chaque étape. Leur stratégie de profit a évolué au gré de l'élargissement des activités bancaires, les commissions se développant progressivement

⁷⁴ 78% des titres d'OPCVM sont commercialisés par 14 groupes bancaires à la fin des années 1980 (CNC, 1993).

au détriment des marges de taux d'intérêt. Les commissions représentent environ 35 % du produit net bancaire des groupes français à la fin des années 2010 contre 20 % au début des années 1990 (Commission bancaire, 2002 ; ACPR, 2020a). La pratique du crédit, qui représente encore plus de 50 % des revenus des groupes bancaires (Scialom, 2013, ACPR, 2020a), a aussi changé. Les groupes bancaires substituent au modèle *originate and hold* celui *originate and distribute* où les créances sont sorties du bilan par titrisation. Cette pratique vise à augmenter le volume d'affaires des groupes bancaires et leurs revenus tirés des marges d'intérêt tout en diminuant le coût en capitaux propres nécessaires pour couvrir le risque de crédit. Une autre évolution des comportements stratégiques des groupes bancaires concerne la production de produits dérivés. Ces opérations qui sont notamment réalisées par les banques pour le compte de leurs clients professionnels leur assurent d'importants revenus sous la forme de commissions. Les commissions proviennent aussi de leurs branches de services d'investissements. Ils regroupent un ensemble d'activités telles que la gestion d'actifs, la réception et la transmission d'ordres portant sur des instruments financiers, etc. Les revenus des sociétés de gestion reposent essentiellement sur des frais courants, notamment sur les frais de gestion qui dépendent des encours sous gestion. La taille des fonds compte plus que leurs performances dans le calcul de leurs rémunérations. La vente d'une famille de fonds rend possible la mise en place de stratégies de subventions croisées (ou stratégiques) entre les différents fonds afin de maximiser leurs revenus. Parce que leurs rémunérations dépendent essentiellement des encours sous gestion, les sociétés de gestion sont incitées à orienter les flux d'épargne vers les fonds à frais élevés au détriment de ceux à frais faibles.

2.1.4. Externalisation et fusions-acquisitions dans l'industrie bancaire

L'externalisation des activités est très limitée dans l'industrie bancaire. Les activités de support (la comptabilité, la gestion des risques ou encore les ressources humaines) considérées comme essentielles demeurent, très majoritairement effectuées en interne, à l'échelle du groupe. La représentation dominante dans le champ associe à l'externalisation une augmentation des risques opérationnels. Seules les activités informatiques et certaines fonctions de support – en lien avec l'informatique – telles que le stockage de données sont externalisées (BCE, 2004). Depuis le début des années 2000, les groupes bancaires engagent un processus d'externalisation vers des fournisseurs informatiques, notamment en Inde. Toutefois, les groupes bancaires privilégient la filialisation ou le partenariat – en accord donc avec les structures de gouvernance et la conception de contrôle en vigueur au sein du champ⁷⁵.

À première vue, l'externalisation est plus courante dans la gestion d'actifs et touche en plus des activités informatiques des fonctions support telles que la gestion administrative ou la conservation des titres ou même, dans une moindre mesure, la gestion financière, c'est-à-dire

⁷⁵ Par exemple, la Société Générale et BNP Paribas ont ouvert des filiales en *back-office* en Inde. BNP Paribas a aussi créé une *joint-venture* avec IBM pour les services informatiques.

le cœur de métier. Sur la période 2000-2014, plus de 40 % des fonds domiciliés en Europe et plus de 10 % d'entre eux externalisent respectivement la gestion administrative ou la gestion financière (Cumming *et al.*, 2015). Ces chiffres doivent être considérées avec prudence dans le cas de la France pour deux raisons. Premièrement, l'externalisation peut être réalisée en interne, au sein du groupe bancaire. Deuxièmement, et en lien avec ce premier argument, cela ne signifie pas que l'externalisation concerne des montants importants d'actifs sous gestion compte tenu du poids des banques.

Les motivations des fusions-acquisitions dans l'industrie bancaire sont similaires à celles observées dans les autres secteurs d'activité : recherche de rentabilité et de réduction des coûts par l'obtention d'économie d'échelle et de gamme. Elles sont aussi un moyen de gagner en pouvoir de marché et d'installer des barrières à l'entrée. De manière plus spécifique à l'industrie bancaire, les structures de gouvernance et la conception de contrôle produisent une captivité des réseaux de clients qui justifie les fusions-acquisitions comme moyen d'élargissement de ces réseaux. Les fusions-acquisitions effectuées à l'échelle nationale peuvent l'être afin d'éviter des prises de contrôle par des concurrents étrangers (Focarelli et Pozzolo, 2008) ou des défaillances lors de crises. Elles sont parfois soutenues par les États, pratique largement observée en France (*cf.* chapitre 2). Les fusions-acquisitions internationales sont plus rares que dans les secteurs d'activités non financières.

2.2. Changement technologique et appropriations des innovations

La littérature qui traite de l'essor des *finTechs* à partir des années 2010 et de ses conséquences pour le secteur bancaire et financier a rapidement porté son attention sur la dimension « disruptive » de ces nouvelles technologies et des nouveaux acteurs. Elle converge vers une disruption potentielle du secteur bancaire. Les résultats de nos recherches ne remettent pas en cause cette conclusion. Ils visent davantage à identifier sous quelles conditions la disruption potentielle devient effective ou ne se réalise pas. Les travaux existants présentent au moins quatre faiblesses importantes. Premièrement, l'analyse de la technologie est ramenée à sa plus simple expression, à savoir un différentiel de coûts de production. Deuxièmement, les frontières de la banque sont rarement définies de manière précise. Troisièmement, le secteur est assimilé au marché et n'est pas défini comme une industrie au sens de champ ou de méso-système. Quatrièmement, l'appropriation des innovations par les banques et le changement technologique au sein du secteur sont sous-estimés alors qu'ils sont porteurs de changement technologique (Frigant, 2013).

Nos travaux ont donc visé à tenir compte de ces limites, plus spécifiquement des trois premières. Ainsi, les nouveaux acteurs de la *finTech* dont les coûts d'exploitation bancaire sont inférieurs à ceux des *incumbents* ne sont pas mesure de « disrupter » le marché bancaire et les banques exerçant comme établissements de crédit (Miéra *et al.*, 2023). Une analyse en termes de méso-

système et de régime technologique montre, dans le cas français, que les comportements stratégiques des *incumbents* pour imposer leur conception de contrôle importe tout autant que la dynamique technologique pour que la disruption puisse effective (Bédu *et al.*, 2021)⁷⁶. S’agissant de la quatrième limite, nous profitons de ce mémoire d’HDR et des paragraphes suivants pour proposer une démarche de « dynamiques industrielles »⁷⁷ appliquée à la France qui permet de surmonter cet écueil.

De l’introduction de la mécanographie dans les années 1920 à la diffusion massive d’internet dans les années 2000, les banques ont su tirer profit des innovations technologiques. Leur adoption relève d’une double logique de réduction des coûts et de proposition de nouveaux services. Jusqu’à l’informatisation bancaire à la fin des années 1960, la principale motivation des banques est la recherche d’une baisse des coûts des opérations bancaires. Le déploiement de la mécanographie qui permet de mécaniser et d’automatiser de nombreuses tâches génère des gains de productivité. Succédant à la mécanographie dont les gains productivité s’essoufflent, l’informatique suit la même logique économique (Adler, 1983). Sur un plan technologique, l’informatique mais également l’électronique lèvent deux limites de la mécanographie : l’usure mécanique qui nécessite une lourde maintenance des matériels et l’absence de capacité de stockage des informations, c’est-à-dire de mémoire, qui implique une intervention humaine pour alimenter les machines en données (Bonin, 2005).

En première approximation, l’adoption par les banques des technologies issues de l’électronique et de l’informatique s’inscrit dans une logique de proposition de nouveaux services à la clientèle. Il s’agit notamment de développer de nouveaux modes de paiement entre particuliers (transferts électroniques de compte à compte) et entre clients et commerçants (cartes bancaires) d’une part et de retraits de fonds (distributeurs automatiques de billets) d’autre part. Si ces nouveaux services visent à améliorer la qualité de service et la réduction des délais d’attente de paiement ou d’obtention des fonds, ils satisfont également l’objectif de réduction des coûts. Les nouveaux modes de paiement constituent ainsi une alternative au paiement par chèque dont le traitement ne peut être entièrement informatisé, limitant les gains de productivité associés à l’usage d’ordinateurs (Petit, 1984).

La diffusion des TIC et les progrès dans le domaine de la microélectronique dans les années 1980 et 1990 accentuent le processus d’automatisation des opérations bancaires et favorisent l’émergence de procédés moins coûteux dans l’utilisation des données clients. L’amélioration continue des logiciels permet, entre autres, aux banques d’exploiter leurs importantes bases de données (Hunter *et al.*, 2001) et de systématiser le *credit scoring*. Rappelons que la diffusion

⁷⁶ Cette analyse est présentée dans le détail dans la section 3 de ce chapitre.

⁷⁷ Les paragraphes suivants sont construits à partir d’une section qui a été supprimée faute de place dans l’article Bédu *et al.* (2021).

des modèles de banque à distance et banque en ligne sont contingents à l'adoption massive d'innovations technologiques, respectivement le Minitel (Lazarus, 2012) et internet.

Suite au développement du commerce électronique à partir de la fin des années 1990, les groupes bancaires sont confrontés à l'invasion du champ par de nouveaux acteurs non bancaires qui proposent des systèmes de paiement électronique (SPE). *A posteriori*, il semble que la concurrence subie par les banques a porté essentiellement sur le segment des paiements en ligne, en provenance notamment de SPE adossés à des comptes non bancaires tel que PayPal. Les banques sont, toutefois, conscientes de l'essor du commerce électronique et innovent en ce sens afin de proposer de nouveaux services. Elles développent ainsi le projet Cyber-COMM pour sécuriser les paiements en ligne⁷⁸ et sont surtout à l'initiative du principal porte-monnaie électronique en France, Monéo⁷⁹.

2.3. Mesurer les performances de l'industrie bancaire

Un apport – et une finalité – d'une approche d'économie industrielle et politique de la finance est de proposer une conception multicritère de la performance. Elle intègre donc le critère traditionnel de la rentabilité des capitaux propres chère à l'économie financière sans s'y limiter. Dans une approche d'économie industrielle, l'efficacité dans la production, l'obtention d'économie d'échelle et de gamme, de pouvoir de marché ou encore de positions dominantes sont les principaux critères. Ils permettent aussi de saisir la performance politique des *incumbents*, leurs comportements stratégiques visant à maintenir leur conception de contrôle, donc la stabilité du champ, donc leur survie.

La conception de contrôle des groupes bancaires français – modèle de banque universelle que nous définissons comme un modèle de *production de masse et diversifiée* de produits bancaires et financiers – est associée à une efficacité productive élevée qui rend possible l'exploitation d'économies d'échelle et de gamme. Cette efficacité productive stabilise la hiérarchie au sein du secteur – champ – et la soutient en créant des barrières à l'entrée (en limitant l'invasion du champ). L'inscription des groupes bancaires français dans les oligopoles mondiaux bancaires et de la gestion d'actifs et leur *leadership* à l'échelle européenne témoignent de leur performance économique mais aussi de leur performance politique définie dans l'introduction de ce mémoire d'HDR comme leur capacité à imposer leur représentation de leurs fonctions et à rendre légitime leurs pratiques et leurs organisations.

⁷⁸ BNP Paribas, Caisse d'Épargne, Crédit Agricole, Crédit commercial de France, Crédit Lyonnais, Crédit Mutuel, La Poste et Société Générale sont partenaires du projet.

⁷⁹ Plus précisément, BNP, Banque Populaire, Caisses d'Épargne, Crédit Agricole, Crédit commercial de France, Crédit du Nord, CIC, Crédit Lyonnais, Crédit Mutuel, La Poste et Société Générale sont coactionnaires de la Société Financière du Porte-Monnaie Électronique Interbancaire qui émet Monéo.

Le PNB rapporté au bilan des groupes bancaires français est de l'ordre de 2 % sur la période 2015-2019 ce qui explique une rentabilité de l'actif total (ROA) très faible, inférieure à 0.5 %. Toutefois, leur structure de passif leur permet de bénéficier grâce aux dépôts d'un effet levier fort et peu coûteux, ramenant la rentabilité financière (ROE) à hauteur de 6 % (ACPR, 2020a). Les niveaux de rentabilité des capitaux propres des groupes bancaires en France – comme aux États-Unis – sur la décennie 2010 les placent loin derrière les géants de l'assurance et les grands gestionnaires d'actifs indépendants dont les ROE sont deux fois supérieurs. Les performances de la branche gestion d'actifs sont également faibles si l'on isole la part des rendements qui relèvent des choix des gestionnaires. Le rôle de la gestion active (allocation tactique) dans la performance globale des fonds est négligeable. Elle dépend d'abord de l'allocation stratégique⁸⁰ et des mouvements du marché. Finalement, ce n'est pas tant la performance « financière » que la performance « industrielle et politique » qui importe pour saisir la dynamique de l'industrie bancaire en France.

3. L'industrie des services de paiement et de crédit

3.1. La révolution numérique en finance : le cas des *finTech*

3.1.1. Définir les frontières sectorielles suite à l'invasion : une approche en termes de Systèmes Sectoriels d'Innovation et de Production

L'approche en termes de Systèmes Sectoriels d'Innovation et de Production (SSIP⁸¹) (Malerba, 2002) vise à expliquer les transformations sectorielles à partir des processus d'innovation et d'interaction entre acteurs qui affectent en permanence les structures de marché et les frontières du secteur. Elle s'intéresse d'autre part à l'hétérogénéité des acteurs et des innovations ainsi qu'aux secteurs qui sont complémentaires en matière de technologie. Ce cadre d'analyse est adapté pour saisir les dynamiques qui traversent le secteur bancaire qui, suite à l'émergence des *finTechs*, a connu de nombreuses évolutions.

- (i) Les *finTechs* de paiement et de crédit sont des innovations qui concurrencent les technologies et les pratiques existantes (paiement par carte bancaire, transfert d'argent par virement interbancaire, relations physiques et interpersonnelles dans l'octroi de crédits, etc.).
- (ii) Les processus d'innovation qui relevaient essentiellement des banques sont désormais partagés avec des innovateurs fortement hétérogènes et extérieurs au secteur bancaire.

⁸⁰ L'allocation tactique consiste à effectuer des changements dans le portefeuille au gré des opportunités tout en respectant l'allocation stratégique, c'est-à-dire la répartition initiale ou cible entre les différentes classes d'actifs.

⁸¹ Un SSIP est défini comme « un ensemble de produits nouveaux et existants destinés à des utilisations spécifiques et un ensemble d'agents réalisant des interactions hors marché et non commerciales pour la création, la production et la vente de ces produits » (Malerba, 2002).

- (iii) L'invasion du champ a déplacé les frontières du secteur de sorte qu'il est nécessaire de considérer un secteur distinct du secteur bancaire. Il a engendré de nouvelles formes d'interaction entre acteurs installés (*incumbents*) et nouveaux entrants (*challengers*).

Un SSIP repose sur des blocs constitutifs (« *building blocks* ») : les caractéristiques de la demande et de l'offre, les spécificités des acteurs présents (producteurs, fournisseurs, acteurs non-marchands, etc.), la base de connaissances, les technologies développées et déployées par les acteurs, l'environnement institutionnel (droit de la concurrence, réglementations, standards, droit du travail, institutions informelles, etc.) et les processus d'interactions entre les acteurs (coopération ou/et concurrence) agissent conjointement sur la configuration d'un SSIP.

3.1.2. Nature et degré de l'innovation

Les solutions développées par les acteurs de la *finTech* de paiement et de crédit sont des innovations de produit qui visent essentiellement à améliorer les services existants sur le plan de la facilité d'utilisation et de la convivialité selon les critères du manuel d'Oslo (OCDE, 2018). Elles reposent sur des objets, des innovations et des technologies préalables, mis en œuvre dans d'autres secteurs d'activité ou encore destinés à des utilisations différentes et s'inscrivent dans une logique d'exploitation (innovations incrémentales).

Les *finTechs* de paiement et de crédit sont des services en réseau et leurs marchés se caractérisent par des rendements croissants d'adoption (RCA). Les fournisseurs de services de paiement ont recours essentiellement au téléphone mobile et à la carte bancaire comme supports physiques. Sur le plan des technologies, ils exploitent principalement la communication en champs proche (NFC), le SMS ou le QR code et dans une moindre mesure la *blockchain* (répertoire distribué ouvert et horodaté des transactions). De manière générale, les solutions de paiement ont pour objectifs d'augmenter la facilité et la rapidité des transactions et de diminuer leurs coûts (FSB, 2017) pour les clients. Cependant, les utilisateurs ne sont pas affranchis de la relation bancaire car, le plus souvent, ces services se superposent à leur compte bancaire (Gazé, 2003) ou à leur carte bancaire dont le numéro est enregistré dans une application mobile. Les fournisseurs de service de paiement proposent finalement une pratique de paiement similaire à celle de PayPal. Cela renforce notre constat d'innovations incrémentales.

Les *finTechs* de crédit basent leur évaluation des risques et donc leurs décisions de crédit sur des algorithmes prédictifs, des modèles d'apprentissage automatique (*machine learning*) et, plus généralement, l'intelligence artificielle. Le plus souvent, les acteurs de la *finTech* de crédit fournissent une plateforme qui permet la rencontre entre les emprunteurs et les prêteurs et partagent ainsi un mode de fonctionnement et certains mécanismes avec les autres types de plateforme (digitales, d'emploi, etc.). À la différence des banques, les acteurs de la *finTech* de

crédit se rémunèrent quasi-exclusivement par des commissions. Ils revendiquent des délais d'obtention des prêts plus courts, des procédures simplifiées et une meilleure évaluation du risque de crédit par rapport aux banques.

3.1.3. Caractéristiques de l'offre et de la demande de services de paiement et de crédit

Les moyens de paiement (monnaies fiduciaire et scripturale) fonctionnent en réseau de sorte que leur succès dépend du nombre d'utilisateurs. Ce réseau est adossé aux réseaux de comptes, d'agences et de guichets automatiques bancaires. Pour les banques⁸², les services de paiement, la collecte de dépôts et la distribution de crédits constituent un réseau d'activités complémentaires. Les marges sur les services de paiement sont faibles et compensées par celles sur les crédits. Pour accorder des crédits, les acteurs de la *finTech* doivent obtenir des financements préalables car, le plus souvent, ils n'ont pas le pouvoir de création monétaire (absence d'agrément d'établissement de crédit).

La « relation bancaire » concerne la quasi-totalité des ménages en France ; 99,6 % des ménages sont titulaires d'un compte bancaire en France en 2017 (Household Finance and Consumption Network, 2017) Son importance n'a pas été atténuée par le développement du *crowdfunding* car ses utilisateurs sont majoritairement des clients des banques (Tang, 2019). Pour les entreprises, les financements en *crowdfunding* n'ont pas remplacé les crédits bancaires ; ils concernent moins de 0,1 % des entreprises financées par crédit bancaire (INSEE, 2019) pour un montant infime de 700 millions d'euros en 2018 (Financement Participatif France, 2018)⁸³.

Deux évolutions récentes du côté de la demande ont soutenu le développement des *finTechs* de paiement et de crédit : la multibancarisation et l'exclusion bancaire. Les ménages et les entreprises détiennent de plus en plus de comptes dans des banques distinctes : la majorité des clients des nouveaux acteurs bancaires (banques en ligne et mobiles) a été conquise entre 2017 et 2019 (ACPR, 2018b ; KPMG, 2020). Toutefois, les clients des banques en ligne et mobiles ouvrent majoritairement (56 %) des comptes secondaires et 80 % conservent un compte dans le réseau bancaire traditionnel (Consumer Science & Analytics, 2019). Quant à l'exclusion bancaire, elle a motivé l'arrivée de nouveaux acteurs proposant des services de cartes de paiement prépayées.

3.1.4. Le rôle de la confiance

⁸² On se réfère ici à la définition restrictive de la banque comme banque de détail (*cf.* encadré 1 du chapitre 1).

⁸³ Les crédits bancaires aux entreprises sont de 1067 milliards d'euros pour la même année (Webstat, Banque de France).

La « relation bancaire » est une relation basée sur la confiance⁸⁴. Puisque la confiance des clients détermine fondamentalement le succès d'un moyen de paiement, les banques doivent être en mesure de créer des éléments objectifs qui la garantissent. L'activité bancaire est ainsi marquée par un enjeu de sécurisation des paiements. La diffusion et l'adoption larges d'un moyen de paiement s'expliquent par la maîtrise des risques opérationnels et réputationnels qui reposent sur des réseaux fermés appartenant aux banques qui peuvent les contrôler et les sécuriser (Aglietta et Scialom, 2002, 2003). La confiance des clients dans les cartes bancaires, chèques, virement et prélèvements est ainsi établie à partir de taux de fraude très faibles et de mécanismes réglementaires de protection en cas de fraude (opposition bancaire et assurances des moyens de paiement) ou de défaut du payeur (garantie de « finalité des paiements »).

Le maintien durable de la confiance des déposants dans le système bancaire suppose une garantie politique sur son bon fonctionnement et, logiquement, le soutien des autorités publiques en cas de dysfonctionnement majeur. Il est obtenu par l'association de pratiques, de règles et d'institutions de régulation et de surveillance des activités bancaires. Parmi elles figurent l'assurance des dépôts – pour éviter les paniques bancaires, la fonction de prêteur en dernier ressort – pour le refinancement par la Banque Centrale des banques solvables en manque de liquidité, la régulation prudentielle – pour protéger les banques et leurs clients face aux risques de crédit, de marché et opérationnels, et les autorités de régulation et de supervision.

La confiance dans les *start-up* de la *finTech* et de paiement est même en partie dépendante de celle accordée aux banques. Afin de créer de la confiance, elles peuvent proposer un équivalent à l'assurance des dépôts en ouvrant un compte de cantonnement auprès d'un établissement de crédit sur lequel se trouvent les actifs de la clientèle et ainsi les séparer de leurs fonds propres⁸⁵. La capacité des géants du numérique à créer de la confiance dans leurs services de paiement et de crédit est certainement plus importante que celle des *start-up*, liée notamment à un risque de défaillance très faible et à leur maîtrise des techniques cryptographiques et numériques potentiellement plus importante. Elle pourrait être toutefois limitée du fait des controverses sur la sécurisation et l'utilisation des données de leurs utilisateurs.

3.1.5. Régime technologique des services de paiement et de crédit

Les caractéristiques de la technologie, appréhendées au travers du concept de régime technologique (Malerba et Orsenigo, 1993, 1997 ; Breschi *et al.*, 2000), vont conditionner les possibilités de développement et d'innovation. Elles influent aussi sur les dynamiques d'entrées et sorties de firmes et de concentration. Un régime technologique est défini par la combinaison entre (i) les caractéristiques de la base de connaissances, (ii) la nature des opportunités

⁸⁴ Nous avons également étudié le rôle de la confiance dans le cadre d'une recherche sur la *blockchain* qui est un système sans tiers de confiance (Malherbe *et al.*, 2019).

⁸⁵ Elles peuvent aussi souscrire un contrat d'assurance.

technologiques, (iii) les conditions d'appropriabilité des innovations et (iv) le degré de cumulativité des connaissances. Les caractéristiques de la base de connaissances renvoient à la fois aux propriétés des connaissances mobilisées (tacites/codifiées, spécifiques/génériques, libres/privées) et à leur complexité (diversité des disciplines, sources des connaissances). Les opportunités technologiques désignent les possibilités d'innovation (paradigme à fort ou faible potentiel de développement technologique ; innovations radicales ou incrémentales) compte tenu des dépenses engagées en recherche. Les conditions d'appropriabilité correspondent aux possibilités de protéger les innovations contre les imitations (niveau de reproductibilité, modes d'appropriation) et de s'en approprier les revenus. Le degré de cumulativité traduit la relation de dépendance entre les technologies nouvelles et existantes.

L'invasion s'explique par les spécificités de la base de connaissances et la faible appropriabilité (cf. tableau 2). Des connaissances reposant sur la science fondamentale tout en étant rattachées à une variété importante de disciplines restreignent les entrées technologiques. À l'opposé, des connaissances spécifiques relevant des sciences appliquées et une faible diversité des disciplines mobilisées sont propices à l'entrée de nouvelles firmes. Dans le cas des *finTechs*, le nombre restreint de disciplines de rattachement, toutes issues de la science appliquée, soutiennent les entrées de nouveaux acteurs au sein du SSIP. L'imitation facile des innovations et la forte reproductibilité des programmes informatiques sont à l'origine de faibles conditions d'appropriabilité des innovations. Celles-ci favorisent à la fois la concurrence entre les différents services de paiement et de crédit et les entrées d'imitateurs.

Tableau 2. Régime technologique des services de paiement et de crédit

<i>Conditions</i>	<i>Caractéristiques</i>	<i>Déterminants principaux des caractéristiques</i>
<i>Base de connaissances</i>	- Codifiées, spécifiques et libres - Complexité faible	- Science appliquée (informatique, statistique, cryptographie) - Langages de programmation informatique communs et facilement accessibles. - Peu de disciplines de rattachement
<i>Opportunités</i>	- Faibles ou moyennes	- Opportunités technologiques limitées du fait des contraintes de réglementation structurelle (activités de paiement et de crédit) et prudentielle (activités de crédit) - Innovation reposant sur des technologies existantes (internet, SMS, NFC, QR code) largement exploitées, ou des innovations radicales mais technologiquement simples, pas encore matures (<i>blockchain</i>) - Effets de réseaux et technologies à RCA
<i>Appropriabilité</i>	- Faibles	- Programmation informatique reproductible facilement (faible diversité des langages de programmation des applications mobiles) - Imitation facile des innovations (nombreuses solutions concurrentes dans le paiement mobile et le <i>crowdfunding</i>) - Rôle de la réputation et de la sécurité

Cumulativité - Fort

- Technologies reposant sur l'informatique
- Innovations incrémentales (amélioration de la convivialité des applications, regroupement des fonctionnalités offertes par plusieurs applications dans une seule application, ajout de briques technologiques)
- Innovations basées sur des supports physiques (téléphonie mobile, cartes bancaires) et des technologies existantes (SMS, NFC, QR code, *blockchain* l'intelligence artificielle, les interfaces de programmation, les modèles d'apprentissage automatique (*machine learning*))

Source : Bédu *et al.* (2021)

3.2. Composition du champ : activités et acteurs

Nous identifions cinq catégories d'activité de service de paiement (*cf.* tableaux 3 et 4). Le paiement de pair à pair (*PtoP payment*) vise essentiellement les particuliers pour le remboursement de petites sommes d'argent. Le paiement en ligne (*online payment*) correspond aux paiements associés au commerce électronique. Le paiement sans contact dans les lieux physiques de vente (*contactless in-store payment*) concerne les paiements, réalisés chez les commerçants à partir de cartes bancaires ou de téléphones mobiles. *Les cartes prépayées (prepaid cards)* sont des cartes de paiement qui ne nécessitent pas d'ouverture de comptes bancaires. Les services de paiement transfrontaliers (*cross-border money transfer services*) ciblent les personnes effectuant ou recevant régulièrement des transferts d'argent entre leur pays d'origine et leur pays d'accueil. S'agissant des activités de services de crédit, nous les distinguons selon que le crédit accordé soit inscrit au bilan de l'entreprise prêteuse (*balance sheet lending*) ou soit un crédit dit « hors bilan » (*PtoP lending*).

Nous distinguons sept catégories d'acteurs : (A) les *start-up* de la *finTech* de paiement et de crédit créées à partir du milieu des années 2000 pour les plus anciennes et dans les années 2010, (B) les géants du numérique (*BigTechs*) c'est-à-dire les GAFAM, Samsung, Alibaba et Tencent, (C) les groupes bancaires historiques, (D) les entreprises de la grande distribution, (E) les autres acteurs historiques de service de paiement (Mastercard, Visa ou PayPal), (F) les opérateurs de téléphonie mobile et (G) les nouveaux acteurs bancaires.

L'hétérogénéité des acteurs s'explique par la capacité à offrir des solutions de paiement qui dépend de la capacité à générer des RCA et des stratégies de diversification/implantation *vs.* spécialisation/recentrage mises en œuvre en fonction des compétences foncières des acteurs. En effet, certains d'entre eux, comme C et E, sont historiquement spécialisés et reconnus dans l'industrie du paiement et bénéficient de fait d'économies de réseaux pour ensuite digitaliser leur activité. Inversement, d'autres acteurs peuvent chercher à diversifier leurs activités vers le paiement digital pour, au départ tout du moins, assurer le développement de leur activité principale : on peut penser à B et D. D'autres acteurs sont de *pure players* du paiement digital (A), exploitant leurs compétences dans les technologies numériques.

Tableau 3. Classification des services de paiement des acteurs de la *finTech*

<i>Service</i>	<i>Type de commerce</i>	<i>Exemples de service de paiement</i>
<i>PtoP payment</i>	CtoC	<i>Lydia</i> , Pumpkin ¹ , WeChat Pay <i>Cash app (Square)</i> , Apple pay, Facebook pay, Novi, Google pay send, Venmo (PayPal), Mastercard send (Mastercard), Visa direct (Visa), PayPal, PayLib ² , Lyf pay ³
<i>Online payment</i>	BtoC	<i>Lydia</i> , Google pay, Apple pay, Alipay (Alibaba), WeChat Pay (Tencent), Facebook pay, Novi, <i>Binance</i> , <i>Crypto.com</i> , Microsoft pay, Amazon pay, Samsung pay, Venmo (PayPal), Masterpass (Mastercard), Visa checkout (Visa), PayPal, PayPlug ⁴ , Braintree (PayPal), PayLib ² , Lyf pay ³
	BtoB	<i>Square</i> , <i>Stripe</i>
<i>Contactless in-store payment</i>	BtoC	<i>Lydia</i> , Google pay, Apple pay, Alipay (Alibaba), WeChat Pay (Tencent), Microsoft pay, Amazon pay, Samsung pay, Venmo (PayPal), Masterpass (Mastercard), Visa payWave (Visa), PayPlug ⁴ , PayLib ² , Lyf pay ³
	BtoB	<i>Square</i> , <i>Stripe</i>
<i>Prepaid cards</i>	BtoC	<i>PayTrip</i> , Compte Nickel ⁵ , <i>Lydia</i>
	BtoB	Morning (Banque Edelle, groupe Leclerc), <i>Mooncard</i> , Treazor ⁶
<i>Cross-border money transfer services</i>	CtoC	<i>TransferWise</i> , <i>WorldRemit</i> , <i>Remitly</i> , Xoom (PayPal), <i>Monisnap</i> , <i>PayTop</i> , <i>PayTrip</i> , <i>Ripple</i>
	BtoB	<i>TransferWise</i> , <i>Ripple</i>

Source : adapté de Bédu *et al.* (2021)

Notes : les acteurs présentés n'opèrent pas tous en France. Les services offerts par les banques historiques sont en gras, ceux proposés par les *start-up* de la *finTech* en italique. ¹ Crédit mutuel. ² BNP Paribas, La Banque Postale, Société Générale, Crédit Mutuel – CIC, Crédit Agricole, BPCE. ³ BNP Paribas, Crédit Mutuel, Auchan, Casino, Total, Master card, Oney Bank. ⁴ BPCE / Natixis. ⁵ BNP Paribas. ⁶ Société Générale.

Tableau 4. Classification des services de crédit des acteurs de la *finTech*

<i>Service</i>	<i>Type de commerce</i>	<i>Exemples de service de crédit</i>
<i>PtoP lending</i>	CtoC	Leetchi ¹ , Le pot commun ² (BPCE/Natixis), <i>Lending Club</i> , <i>Prosper</i> , <i>Zopa</i> , <i>Younited Credit</i> , Google
	BtoB	<i>Kickstarter</i> , KissKissBankBank ³ , <i>Lending Club</i> , <i>Ulule</i> , <i>Younited Credit</i> , <i>October</i> , <i>Unilend</i> , <i>Lendosphère</i> , <i>Barterlink</i> , <i>France Barter</i>
<i>Balance sheet lending</i>	BtoC	<i>Avant</i> , <i>Sofi</i> , <i>CommonBond</i> , <i>Kabbage</i>
	BtoB	<i>OnDeck</i> , <i>Kabbage</i>

Source : adapté de Bédu *et al.* (2021)

Notes : les acteurs présentés n'opèrent pas tous en France. Les services offerts par les banques historiques sont en gras, ceux proposés par les *start-up* de la *finTech* en italique. ¹ Crédit mutuel – CIC. ² BPCE/Natixis. ³ La Banque postale.

F et *G* (non présentés dans les tableaux 3 et 4) sont des banques mobiles (également appelées banques digitales ou néo-banques⁸⁶). Ils concurrencent plus frontalement *C* en proposant des services étendus, notamment des comptes bancaires et ambitionnent de contester l'oligopole bancaire. Le tableau 5 propose une classification des principaux acteurs disposant directement

⁸⁶ Il n'y a pas de consensus sur la définition des néo-banques. Cette catégorie peut ainsi englober l'ensemble des nouveaux acteurs bancaires (banques en ligne et fournisseurs de cartes prépayées) ou être associée uniquement aux banques mobiles (« *pure players* »). Nous avons retenu la perspective restrictive plus à même de rendre compte des différences dans l'offre des banques historiques.

ou indirectement d'une licence d'établissement de crédit et proposant des services bancaires à distance. Les groupes bancaires historiques sont largement représentés sur les deux segments. Ils dominent les activités de banque en ligne et investissent le segment de la banque mobile.

Tableau 5. Classification des services de crédit des acteurs de la *finTech*

Type de banque	Opérateurs de téléphonie mobile	Nouveaux acteurs bancaires	Filiales de groupes bancaires historiques
Banque en ligne	Orange Bank	Adyen	Boursorama (Société générale), Hello Bank (BNP Paribas), BforBank (Crédit Agricole), Fortuneo (Crédit Mutuel - CIC), Monabanq (Crédit Mutuel - CIC), Oney Bank (Groupe BPCE), C-zam (Carrefour, BNP Paribas)
Banque mobile		N26, Revolut, Atom, Monzo, Starling	Ma French Bank (la Banque Postale), Avantoo (Crédit Mutuel Mutuel - CIC), Max (Crédit Mutuel - CIC), Eko (Crédit Agricole)

Source : adapté de Bédu *et al.* (2021)

3.3. La hiérarchie du champ : stabilité ou instabilité ?

3.3.1. Dynamique de la réglementation bancaire suite à l'envahissement du champ

La France a choisi une approche réglementaire des *finTechs* basée sur la proportionnalité (*soundbox*)⁸⁷ : les mêmes règles s'appliquent à l'ensemble des acteurs de la *finTech*, avec cependant une adaptation à l'âge et au degré de risque des *finTechs* (en termes prudeniels, de protection des données, de blanchiment d'argent, etc.). Les *incumbents*, qui se conforment déjà aux règles, sont avantagés par rapport aux *challengers* d'autant que cette approche favorise une entrée progressive des nouveaux entrants à travers un processus d'obtention d'agrément séquentiel jusqu'au statut d'établissement de crédit. Cette approche est ainsi plus favorable à un régime technologique basé sur des innovations plutôt incrémentales que radicales. Ce processus de croissance contrôlée est accompagné par les régulateurs. En France, la promotion des *finTechs* repose essentiellement sur des mesures de politiques industrielles qui visent à les intégrer dans le paysage bancaire existant. En ce sens, le choix de l'approche *soundbox* s'inscrit dans la continuité de la dynamique réglementaire fortement orientée par les intérêts des « champions nationaux » depuis les années 1960.

La régulation structurelle a évolué suite à l'apparition des *finTechs*. Elle a certes soutenu l'émergence de nouveaux acteurs mais sans créer de réelles conditions de concurrence dans le secteur bancaire. La directive européenne sur les services de paiements (DSP 1) de 2007 a créé deux nouveaux agréments : les établissements de paiement dont l'agrément exclut l'émission de monnaie électronique (par exemple Compte Nickel) et les prestataires de services de paiement regroupant les acteurs mandatés par les trois catégories d'établissement (crédit,

⁸⁷ C'est aussi le cas de la Commission européenne. Le Royaume-Uni ou la Suisse ont privilégié la voie du bac à sable réglementaire (*sandbox*). Les nouveaux services financiers sont testés dans des conditions réelles. Les entreprises sélectionnées par le régulateur bénéficient alors d'une réglementation moins contraignante.

paiement et monnaie électronique) pour fournir des services de paiement à leur place (par exemple Lydia). La directive DME 2 de 2009 a élargi l'activité des établissements de monnaie électronique à l'émission de ce type de monnaie. Mais les fonds reçus par la clientèle des établissements de paiement et des établissements de monnaie électronique ne sont pas à leur libre disposition. Le cadre actuel de la régulation est même à l'origine d'une distorsion de la concurrence entre les nouveaux entrants à l'avantage des plus grands (géants du numérique, entreprises de la grande distribution, etc.) plus à même à satisfaire l'obligation de capital minimum de 5 millions d'euros imposé à chaque établissement de crédit.

Concernant les activités de crédit, deux agréments nationaux ont été créés en 2014 pour encadrer le financement participatif : le statut d'intermédiaire en financement participatif et de conseiller en investissements participatifs ou de prestataire de services d'investissement. Encore une fois, ces nouveaux agréments favorisent l'invasion du champ, mais ils préservent toujours les intérêts des groupes bancaires historiques qui gardent le monopole des opérations de crédit et de collecte des dépôts à travers la licence bancaire « complète » (*full banking license*) qui constitue une barrière à l'entrée sur le marché bancaire.

3.3.2. Dynamiques relationnelles entre les acteurs

Les relations entre les groupes bancaires historiques – *incumbents* – et les *challengers* sachant que les interactions au sein d'un SSIP découlent fondamentalement de l'hétérogénéité de ses acteurs (Malerba, 2002) sont déterminées par :

- (i) Les *compétences des acteurs*. La plupart des *finTechs* de paiement et de crédit est adossée à des cartes bancaires, elles-mêmes adossées à des comptes bancaires, ce qui implique nécessairement des interactions techniques pour des raisons de sécurité, de compatibilité et d'interopérabilité. L'offre de cartes de débit par des *challengers* n'a pas affaibli le rôle des établissements de crédit. Seuls ces derniers ont le droit de collecter des dépôts, obligeant les clients à garder un compte bancaire.
- (ii) Les *ressources financières* disponibles. Elles contraignent le type de croissance possible. La croissance des entreprises contraintes financièrement (*start-up* de la *finTech* et nouveaux acteurs bancaires) dépend de financements externes. Les acteurs qui disposent de moyens importants ont le choix entre la croissance organique (développement de *finTechs* « maison ») et/ou la croissance externe (obtention de services de paiement et de crédit par le financement ou l'acquisition de concurrents, éventuellement contraints financièrement).
- (iii) L'existence d'un *réseau* et son niveau de développement. Pour les nouveaux entrants à faible réseau (*start-up*), la diffusion de leurs solutions par les groupes bancaires historiques leur permet d'accéder aux réseaux de cartes bancaires, à leurs nombreux clients et de bénéficier de leurs réseaux d'agences denses. Pour les nouveaux entrants à fort réseau tels que les géants du numérique, la distribution par

les banques est une porte d'entrée dans le réseau des cartes et comptes bancaires. Elle permet en retour aux banques de pénétrer des marchés captifs et d'atteindre des réseaux internationaux de plus grande taille.

Des relations de coopération (alliance ou partenariat) et de concurrence (faible ou forte) émergent selon les stratégies poursuivies (*cf.* tableau 6). La coopération prend la forme d'une solution de paiement commune à plusieurs acteurs appartenant à une même catégorie (alliance) ou relevant de plusieurs secteurs d'activités (partenariat). Les relations de concurrence faible renvoient aux stratégies de concurrence sur une seule activité lorsqu'un des deux acteurs proposent les deux services (de paiement et de crédit). Elles n'empêchent la constitution de partenariats ni avec les banques ni entre les nouveaux entrants. Les relations de concurrence forte caractérisent les stratégies de concurrence sur les deux activités (sur une seule activité lorsque les deux acteurs ne proposent qu'un seul des deux services). Elles constituent un frein aux alliances avec les banques et entre les nouveaux entrants.

Les relations sont aussi de nature financière (*cf.* tableau 6), ce qui permet aux acteurs de se garantir un droit d'accès à plusieurs services de paiement et de crédit. Les relations d'alliance et de partenariat donnent lieu à la création de *joint-ventures* tandis que les relations de concurrence faible et forte se traduisent par des prises de participation ou des acquisitions. Les *joint-ventures* s'établissent entre les entreprises *leaders* dans leur activité principale, à fort réseau ou disposant de moyens financiers importants alors que les plus petits acteurs du SSIP sont logiquement les cibles des prises de participations et acquisitions.

Tableau 6. Typologie des relations entre les acteurs de la *finTech*

<i>Lien capitalistique</i>	<i>Type de relation</i>	<i>Exemples</i>
<i>Joint-venture</i>	- Alliance	PayLib (BNP Paribas, La Banque Postale, Société Générale, Crédit Mutuel – CIC, Crédit Agricole, BPCE), Lyf pay (BNP Paribas, Crédit Mutuel, Oney Bank)
	- Partenariat	Lyf pay (BNP Paribas, Crédit Mutuel, Auchan, Casino, Total, Master card, Oney Bank)
<i>Prise de participation</i>	- Concurrence faible	Younited Credit (Credit Mutuel - CIC), Ulule (BNP Paribas)
	- Concurrence forte	Lydia (Tencent)
<i>Acquisition</i>	- Concurrence faible	Pumpkin (Credit Mutuel - CIC Arkéa), Compte Nickel (BNP Paribas), Treezor (Société Générale), Leetchi (Crédit Mutuel - CIC), Le pot commun (BPCE/Natixis), KissKissBankBank (La Banque Postale), Xoom (Paypal)
	- Concurrence forte	Braintree (Paypal)

Source : adapté de Bédu *et al.* (2021)

3.3.3. Dynamiques technologiques

Dans le cas du SSIP des services de paiement et de crédit, les connaissances qui sont codifiées, spécifiques, libres et à faible complexité (*cf.* tableau 2) sont supposées accentuer la dispersion tandis que la faiblesse des opportunités technologiques est, en principe, un facteur de concentration industrielle. Mais, cette dernière conjecture est invalidée par l'invasion du champ motivée par les effets de réseau et les RCA associés aux *finTechs*. La faible appropriabilité des innovations au sein du SSIP tend à réduire sa concentration mais l'effet des conditions d'appropriabilité sur la structure de marché pourrait aussi s'inverser dans le temps. Les technologies étant relativement génériques et diffusées, elles sont facilement imitables, d'autant que le mode d'appropriation des revenus de l'innovation ne passe pas par le brevet. Cela permettrait aux plus grands acteurs de s'approprier les solutions existantes et d'imposer des standards technologiques du fait de la taille de leur réseau. Par ailleurs, les grands acteurs sont avantagés par le mode d'appropriation des revenus qui repose sur la capacité à proposer des services peu chers et sécurisés. En effet, sachant que les marges des acteurs traditionnels sont déjà faibles sur le paiement, la rentabilité – et la survie – des acteurs est alors conditionnée par des volumes d'activité (très) élevés et/ou l'offre simultanée de services de paiement et de crédit (Miéra *et al.*, 2023). Finalement, la faible appropriabilité aurait potentiellement un effet de court terme alimentant le phénomène d'entrée de concurrents auquel succéderait un effet de moyen/long terme soutenant la concentration industrielle.

Les *finTechs* de paiement et de crédit sont des innovations incrémentales, engendrant une forte cumulativité des connaissances favorable au maintien de la hiérarchie. À cette forte cumulativité, s'ajoutent la faiblesse des opportunités technologiques d'une part et les solutions de paiement et de crédit développées ou détenues par les banques d'autre part qui agissent dans le même sens. La faible appropriabilité concourt aussi à assurer une certaine stabilité à la hiérarchie entre les innovateurs en raison des effets de réseau et des RCA des *finTechs*. Si ceux-ci sont de nature à créer une relative instabilité de la hiérarchie en offrant des gains rapides de parts de marché, l'imitation facile des solutions contribue au maintien de la hiérarchie. Pour les groupes bancaires historiques, la reproduction d'un service de paiement ou de crédit est alors suffisant pour conserver leur position dominante. Surtout, la stabilité de l'oligopole bancaire est renforcée par la dépendance des *finTechs* aux comptes bancaires et par la préexistence d'effets de réseau et de RCA communs à l'ensemble des moyens de paiement. Ainsi, la diffusion massive des cartes bancaires et les réseaux d'agences permettent aux banques d'introduire facilement des innovations incrémentales – éventuellement produites par d'autres firmes – dans le paiement. Enfin, les banques bénéficient d'un capital symbolique lié à leur réputation peu à même d'être modifié par les nouvelles solutions techniques.

3.3.4. Tentatives de contrôle des acteurs historiques

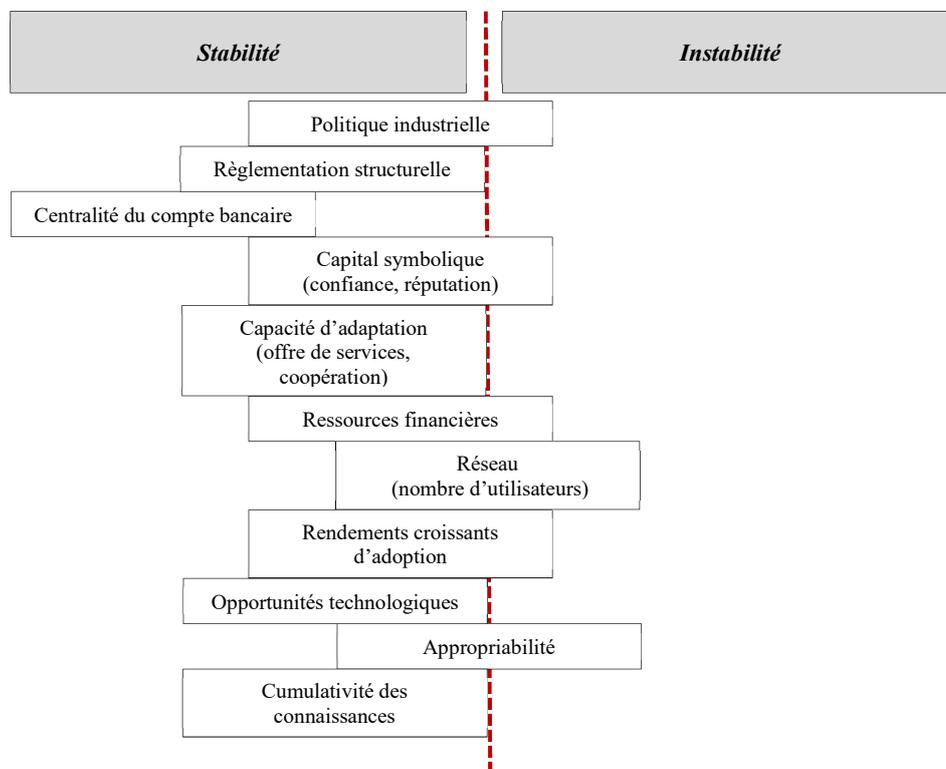
La centralité du compte bancaire, consacre la position dominante au sein du SSIP des groupes bancaires historiques (*cf.* figure 4). Sur un plan technologique, la configuration du régime

technologique est favorable aux *incumbents* bien qu'il a soutenu l'invasion du champ. La capacité d'adaptation des acteurs historiques apparait déterminante. La stratégie de mutualisation des réseaux bancaires qu'ils ont adoptée en est un bon exemple. Elle favorise la diffusion de leur service de paiement commun et agit comme une barrière à l'entrée face aux nouveaux entrants bénéficiant de réseaux plus importants (géants du numérique) ou visant à les concurrencer sur l'ensemble des services (nouveaux acteurs bancaires).

Les *start-up* de la *finTech* de paiement et de crédit et les nouveaux acteurs bancaires sont dominés au sein du SSIP. Leur principale faiblesse réside dans leur dépendance aux levées de fonds (capitaux-risqueurs et/ou grandes firmes du SSIP). La croissance ainsi que la survie des *start-up* de la *finTech* de paiement et de crédit et des nouveaux acteurs bancaires sont largement conditionnées par la distribution de leurs services par les groupes bancaires historiques pour les premiers et par l'obtention d'une licence d'établissement de crédit pour les seconds.

Les ressources financières, la taille des réseaux d'utilisateurs et les compétences technologiques des *géants du numérique* apparaissent suffisantes pour détenir des parts de marché importantes. Ils bénéficient d'un rapport de force favorable par rapport à l'ensemble des autres acteurs du SSIP, y compris les groupes bancaires historiques qui distribuent leurs services de paiement. Ces partenariats de distribution confirment que les banques sont les acteurs centraux du SSIP car il n'est toujours pas possible de détenir un compte bancaire chez les géants du numérique.

Figure 4. Déterminants de la stabilité du SSIP des services de paiement et de crédit



Source : auteur

Les architectes de la transformation du secteur et du système financiers français

Ce chapitre sur des travaux de recherche présentés en conférence (« Les transformations du système financier français : le réseau élitaires des inspecteurs généraux des finances en action », Congrès annuel de l'AFEP, 2021) et en séminaire (« les réseaux de formation des élites financières : voyage au cœur de l'inspection générale des finances (1945-2010) », Séminaire d'économie politique des capitalismes, Sciences po Bordeaux)

Ce dernier chapitre présente des recherches en cours commencées en 2019 après la publication d'une étude réalisée avec Caroline Granier sur le rôle de l'État et des banques dans le développement de la gestion d'actifs en France (Granier et Bédu, 2019). En rappelant la genèse ici permet de comprendre l'importance de ce chapitre 4 et de saisir son articulation aux précédents. Cet article a pour point de départ deux constats simples. Premièrement, au milieu des années 2010, l'industrie française de la gestion d'actifs est la deuxième industrie mondiale. Deuxièmement, les gestionnaires d'actifs français sont en fait des groupes bancaires. Nous mettons en évidence que le déploiement très réussi de la gestion d'actifs en France s'explique d'une part par un soutien quasi inconditionnel de l'État depuis la fin des années 1950 et d'autre part par les comportements stratégiques des acteurs – les groupes bancaires. Cette deuxième explication m'a conduit alors à étudier la finance à partir des outils de l'économie industrielle et a donné lieu à la publication d'un article et d'un livre, respectivement en 2021 et 2022 (*cf.* chapitres 2 et 3).

Quant à la première explication, elle ouvre la voie à un programme de recherche sur les fondements et les déterminants de ce soutien de l'État. C'est un programme ambitieux car il demande de mobiliser de nouveaux outils méthodologiques (analyse prosopographique et analyse des réseaux sociaux) et d'investir d'autres champs disciplinaires (histoire et sociologie). Mais c'est également un programme stimulant car il vise à alimenter le débat scientifique sur les transformations des systèmes financiers. Si on postule que le développement de la gestion d'actifs dans un pays est d'une part assimilable à celui de la finance de marché – postulat valide puisque les principaux animateurs des marchés financiers à l'échelle mondiale sont des investisseurs institutionnels donc des gestionnaires d'actifs – et, d'autre part, s'inscrit dans un processus d'hybridation des institutions en France (*cf.* chapitre 1), mettre à l'agenda de

recherche l'étude des fondements et déterminants de ce soutien de l'État apparaît comme la suite logique.

L'échelle d'analyse retenue est celle de l'individu car le soutien de l'État au développement de la finance de marché prend racine dans un basculement du compromis socio-politique au sein de l'administration française et, plus particulièrement, au sein du Trésor. Dans les faits, il se traduit par l'éviction et le remplacement du bloc dominant qu'on peut qualifier de « conservateur » en ce sens où il défend le maintien d'un financement hors marché des déficits publics par un bloc dit « libéral » prônant la discipline de marché comme règle de leur financement. Cette recomposition se produit essentiellement durant les années 1960 suite à la diffusion des idées libérales dans les années 1950. Elle met sur le devant de la scène une nouvelle génération de hauts fonctionnaires qui deviennent les architectes des réformes bancaires et financières à la fin des années 1960 et au début des années 1970 puis prennent la tête des « champions nationaux » bancaires sur les décennies suivantes. La modernisation du secteur et du système financier autour des grandes banques universelles leur doit beaucoup, peut-être davantage qu'à la libéralisation financière des années 1980.

La première section revient sur la validité et la portée de la thèse du « tournant libéral » des années 1980. Elle aborde dans un premier temps la question de la périodisation puis de la diffusion des idées libérales et vise à en identifier les principaux promoteurs entre la fin de la Seconde Guerre mondiale jusqu'au début des années 1970. Elle présente ensuite les principaux enjeux évoqués pour légitimer la modernisation du système financier. La deuxième section resserre la focale sur les réseaux des élites financières. Elle rappelle d'abord que leur mise en action a potentiellement contribué à la transformation des modes d'intervention de l'État au gré de celles du contexte macro-institutionnel. Elle se termine par la présentation de recherches en cours sur le réseau des inspecteurs des finances. Elle s'attache plus particulièrement aux trajectoires professionnelles de ces élites depuis l'ENA jusqu'aux plus hautes fonctions dans l'industrie bancaire en passant par l'espace politico-administratif.

1. Validité et portée de la thèse du « tournant (néo)libéral⁸⁸ » du système financier dans les années 1980 : une financiarisation « à la française »

1.1. La périodisation de 1950 à 2000 : le temps de la relecture

⁸⁸ La caractérisation des années 1980 en tournant libéral ou tournant néolibéral est sujette à débat. L'objectif de ce mémoire d'HDR n'est pas d'y participer. Pour cette raison, nous parlons de « tournant (néo)libéral ».

Comme le rappellent Descamps et Quennouëlle-Corre (2018), la littérature académique sur la financiarisation et plus généralement sur la montée du néolibéralisme en France « a imposé l'idée d'un tournant « néolibéral » dans les années 1980 ». Ce postulat est effectivement repris par la quasi-totalité des travaux scientifiques consultés lors de la revue de littérature pour notre article sur le rôle de l'État et des banques dans le développement de la gestion d'actifs en France. Parmi les économistes spécialistes de la financiarisation en France, la thèse du « tournant (néo)libéral » n'est encore guère contestée : les années 1980 sont la décennie zéro, le point de départ de tout récit sur le basculement du capitalisme français vers un capitalisme (néo)libéral⁸⁹.

À grands traits, on peut avancer que la totalité des travaux jusqu'au milieu des années 2010 reprennent cette thèse⁹⁰, en voulant pour preuve de sa validité les nombreuses réformes bancaires et financières. À titre d'exemple, une minorité de travaux se départ de la vision d'un modèle de banque universelle fruit de la loi bancaire de 1984 (instauration du statut unique d'établissement de crédit). Une lecture alternative de la loi comme validation d'un état de fait et co-construction entre régulateurs et régulés permet de dater la pratique de banque universelle à la fin des années 1960 avec les lois Debré de 1966 et 1967 qui mettent fin à la spécialisation entre banques de dépôts et banques d'affaires. La convergence vers un seul modèle organisationnel résulte des pratiques des acteurs, que ce soit les banques d'affaires qui arrivent à maintenir des activités de dépôt ou les banques de dépôt sous la tutelle de l'État depuis 1945. Elles se diversifient et gagnent surtout en importance entre la fin des années 1960 et le début des années 1980 au détriment des banques d'affaires. À la fin des années 1990, la forte concentration dans le champ des grandes banques d'affaires françaises n'évite ni à Paribas ni à Indosuez de tomber sous le contrôle respectivement de BNP et du Crédit agricole. La création des TCN et le développement du marché monétaire qui complète la palette de marchés financiers sont aussi un bon exemple de justification du « tournant (néo)libéral » des années 1980. L'argument est toutefois peu solide lorsqu'on tient compte de l'histoire financière française et de ses institutions. La contestation politique dès la fin des années 1950 du « circuit du Trésor » au sein de l'administration française et son démantèlement dans les années 1970 rendent l'essor du marché monétaire inévitable car le financement hors marché de la « trésorerie » de l'État n'est désormais plus possible.

À partir du milieu des années 2010, l'explication du développement de la finance de marché par la thèse du « tournant (néo)libéral » des années 1980 est contestée en économie (Granier et Bédu, 2019 ; Monnet, 2015). À la même époque, des travaux en sciences politiques et en sociologie mentionnent l'influence de la montée des idées libérales dans les années 1960 au

⁸⁹ Il n'existe pas à notre connaissance de datation précise. Certains auteurs y intègrent également la fin des années 1970. Notons que cela n'altère en rien la portée des propos que nous tenons ensuite.

⁹⁰ Ma thèse de doctorat n'y échappe pas. Plus largement, les travaux sur la globalisation financière des années 1990 se sont contentés de regarder ce qu'il s'est passé lors de la décennie précédente. Notons enfin que cette thèse est défendue par des économistes jouant d'une grande réputation parmi ceux travaillant sur la financiarisation.

sein de l'administration française (Kolopp, 2018) sur le retrait de l'État-providence (Gaïti, 2014) et la question du financement des déficits publics (Lemoine, 2016). Des recherches récentes décrivent la période qui s'étend de 1950 à 1980 comme celle de « l'institutionnalisation d'un hybride dirigiste et libéral » (Smith, 2021). Les recherches en histoire font figure de précurseurs dans le constat de la diffusion des idées libérales dans les milieux politico-administratifs français sur les décennies 1950 et 1960. Les travaux sur le Trésor de Quennouëlle-Corre (2000) permettent notamment l'identification de certains hauts fonctionnaires dans la prise de pouvoir des « libéraux » à la tête de cette institution, réputée dominée par les modernisateurs⁹¹. Nos travaux sur les transformations de l'industrie bancaire française retracent de manière succincte les trajectoires homophiles de ces mêmes hauts fonctionnaires dans deux autres types d'organisation : les cabinets ministériels puis les équipes de direction des groupes bancaires. La thèse de la conversion des élites politico-administratives aux idées libérales dans les 1970 pour l'analyse de la transformation du secteur et système financier français est donc fragile. Le point de départ de la libéralisation financière en France est une invasion – séquentielle – par les « libéraux », notamment de Jean-Yves Haberer, Marc Viénot et Claude Pierre-Brossolette, de l'administration puis de la sphère politique (avec des allers retours entre les différentes organisations en fonction des promotions au sein du Trésor), la conquête de l'industrie bancaire étant la dernière étape de la transformation. La prise de pouvoir progressive des « libéraux » était davantage la thèse du basculement du compromis socio-politique, éventuellement suivie d'une conversion.

1.2. La diffusion des idées libérales en France durant les 30 glorieuses

L'instabilité politique du régime parlementaire de la IV^{ème} république qui s'étale de 1946 à 1958 participe à l'émergence de conditions institutionnelles conférant un rôle central aux hauts fonctionnaires dans la diffusion des idées libérales. Aux fréquents changements ministériels qui apportent leur lot de réorientations des politiques économiques s'oppose la continuité dans la direction de l'administration publique. Si la légitimation de la compétence du haut fonctionnaire dans la gestion du pays apparaît avec la IV^{ème} république (Bezes, 2009), sa reconnaissance remonte à la III^{ème} république. Dans les années 1920-1930, la vision d'une prise en charge de la modernisation économique par l'administration publique à la place d'un pouvoir politique sous influence émerge dans des cercles d'élites industrielles et intellectuelles (Amable, 2017). Cette structuration de l'espace politico-administratif se voit renforcer au début de la V^{ème} république avec l'accession des hauts fonctionnaires de l'inspection des finances à des postes ministériels (Gaïti, 1998 ; Quennouëlle-Corre, 2000).

⁹¹ Sont désignés ainsi les hauts fonctionnaires défendant la croissance économique comme objectif des politiques à mettre en œuvre après la Seconde Guerre mondiale quand bien même elle est inflationniste. Ces modernisateurs défendent la position d'un financement hors marché des déficits publics par le circuit du Trésor. C'est pour cette raison que nous les qualifions de conservateurs sur le plan financier.

Les pensées libérales resurgissent dans une économie française planifiée pour la reconstruction dès les années qui suivent la fin de la Seconde Guerre mondiale (Denord, 2010). Leur diffusion portée par la sphère politique (par exemple par Antoine Pinay, président du conseil au début des années 1950) est entravée cependant par un rapport de force défavorable. L'administration publique est sous le contrôle des modernisateurs qui constituent le bloc technocratique dominant défendant une union sacrée autour de l'impératif de croissance économique – au détriment de l'inflation et de l'équilibre budgétaire – et qui sont les promoteurs, bon gré mal gré, de la culture dirigiste des années 1950.

Le retour des idées libérales est surtout celui de Jacques Rueff, haut fonctionnaire de réputation anti-keynésienne qui a dirigé l'ancêtre du trésor entre les deux guerres mondiales. Il « dirige » le comité à l'origine du plan de stabilisation Pinay-Rueff de 1958 dont l'objectif est la lutte contre l'inflation. Les voies envisagées pour l'atteindre marquent un basculement vers le libéralisme en France. Dans le détail, outre la préconisation de la dévaluation du franc pour le stabiliser, il se fixe comme objectif le respect de l'équilibre budgétaire et l'ouverture à la concurrence internationale dans un contexte d'accélération de la construction européenne. 1958 est aussi une année charnière pour le Trésor. Si la nomination en 1953 à la tête du Trésor – par Antoine Pinay – de Pierre-Paul Schweitzer réputé plus libéral que son prédécesseur moderniste François Bloch-Lainé n'a pas fondamentalement modifié, durant les premières années de son mandat, le positionnement interventionniste du Trésor, le soutien de son directeur au plan Pinay-Rueff témoigne de l'altération de l'identité moderniste de l'institution (Quennouëlle-Corre, 2000). Le plan Pinay-Rueff ne fait pas l'unanimité et peu de ministres le soutiennent, à l'exception notable de Michel Debré. Même l'adhésion d'Antoine Pinay est relative ; il exprime sa réticence vis-à-vis des mesures qui risquent d'être contestées par la population⁹² (Chélini, 2001). L'influence de Jacques Rueff est grandissante. En 1959, il dirige le comité Rueff-Armand qui remet un rapport défendant le libéralisme économique, rappelant les bienfaits de la concurrence et critiquant le protectionnisme. En tant que « référence morale » (Chélini, 2001), ce rapport est d'une importance capitale dans la construction du libéralisme économique « à la française ». Il « constitue le premier d'une longue série de documents publics appelant à une libéralisation partielle de l'économie » (Denord, 2010) et est « la matrice de l'idéologie économique dominante en France depuis les années 1960 » (Lebaron, 2016).

En ce qui concerne le système financier français, il faut attendre le milieu des années 1950 pour voir réapparaître dans des documents officiels l'idée d'un recours aux marchés financiers pour le financement de l'économie. En 1954, Le second plan de modernisation (plan « Hirsch ») mentionne la nécessité de développer des « organismes de gestion d'épargne » et le financement par valeurs mobilières à côté du financement en fonds propres par autofinancement. En 1957, les *mutual funds* à la française (SICAV et FCP) sont introduits mais uniquement dans les textes. La gestion d'actifs pour compte de tiers fait face à de fortes réticences notamment de la part de

⁹² Par exemple, l'augmentation des impôts et la suppression des retraites aux anciens combattants.

l'État qui craint de voir ses propres titres concurrencés (Faffa, 1965). Une autre raison possible à l'absence de décret d'application entre 1957 et 1963 est que, sur les questions de financement, le principal combat entre les libéraux et les conservateurs concerne le « circuit du Trésor ». Le retour d'un directeur « conservateur » (Maurice Pérouse) à la tête du Trésor en 1960 montre que le basculement vers les idées libérales n'est pas encore acquis. De 1960 à 1965, le plancher de détention de titres publics par les banques tombe de 25 % à 5 % avant d'être supprimé en 1967. Les banques y gagnent en autonomie dans la composition de leur portefeuille. Elles gagnent aussi en rentabilité suite à l'expérimentation en 1963, par le Ministre des finances Valéry Giscard d'Estaing et inspirée par Jacques Rueff (Gaïti, 2014), d'une vente aux enchères des titres de dette publique à court terme (adjudication). Le coût de l'endettement est déterminé par le taux d'intérêt selon l'offre et la demande. Le renoncement du financement des déficits publics par création monétaire est acquis dans la sphère politique. La même année, le décret d'application de loi de 1957 instaurant les SICAV et les FCP est promulgué suite aux recommandations faites par le rapport du comité Lorain du nom du président de la Société Générale qui le dirige. Il avait participé, sous ce statut, cinq ans plus tôt au comité d'experts ayant préparé le plan de stabilisation Pinay-Rueff.

Le basculement définitif dans le libéralisme s'opère progressivement à partir du milieu des années 1960. En 1964, le rapport Leca du nom du Président du conseil d'administration du groupe assurantiel l'Union défend la création d'un marché obligataire. Les années 1966 et 1967 sont décisives. Les lois Debré instaurent une concurrence dans le secteur bancaire. C'est le début de la supervision bancaire en lieu et place du contrôle bancaire (Monnet, 2015) avec l'introduction du système de réserves obligatoires qui, en redonnant le choix d'allocation des fonds aux banques, crée des conditions de concurrence entre celles-ci (Mastin, 2020). La Commission des Opérations de Bourse, l'équivalent de la *Securities and Exchange Commission* américaine est créée. L'autre événement marquant est la prise de pouvoir définitive des hauts fonctionnaires libéraux. Par un jeu de chaises musicales entre hauts fonctionnaires qui évince Maurice Pérouse de la direction du Trésor, celle-ci est dorénavant systématiquement confiée à des libéraux, tous sont des anciens membres des cabinets (directeurs ou conseillers techniques) de Valéry Giscard d'Estaing – qui redevient Ministre des finances en 1969 jusqu'à son élection à la présidence de la République en 1974 – ou de Michel Debré, exception faite de René Larre. Se succèdent ainsi entre 1967 et 1982, René Larre, Claude Pierre-Brossolette, Jacques de Larosière et Jean-Yves Haberer. Ce dernier est l'architecte des lois Debré et n'a jamais caché son aversion pour le « circuit du Trésor » et sa conviction dans un financement de la dette publique par le marché, révélateur du « vrai » coût de la dette (Lemoine, 2016).

1.3. Les enjeux de la modernisation du système financier comme justification du développement de la finance de marché

Trois types d'enjeux sont mis en avant dans la sphère politico-administrative pour justifier le développement de la finance de marché : (i) des enjeux économiques de besoin de financement pour la croissance, (ii) des enjeux monétaires de maîtrise de l'inflation et (iii) des enjeux géopolitiques de concurrence entre les places financières dans un contexte de construction européenne. Notons que ces enjeux sont liés entre eux. La problématique des investissements pour l'expansion économique est abordée dans un cadre de pensée bannissant le recours à des financements inflationnistes. La (re)construction d'une place financière parisienne compétitive ambitionne de faire émerger des marchés boursiers profonds et liquides gages d'un meilleur financement des entreprises françaises. Enfin, une place financière adossée à des marchés obligataires et monétaires développés est nécessaire pour le financement de la dette publique.

1.3.1. Les enjeux économiques et le besoin de financement

Une critique majeure adressée au « circuit du Trésor » ainsi qu'au contrôle du crédit est de freiner l'investissement des entreprises privées dans les secteurs non prioritaires (effets d'éviction). C'est à ce titre que sont créés les *mutual funds* à la française qui visent donc à orienter l'épargne des ménages vers les entreprises. À la fin des années 1950, l'épargne nationale transite par les banques de dépôt et se répartit entre les titres du Trésor et les livrets A. Deux constats nécessitent d'être posés. Premièrement, l'épargne financière est quasi inexistante. Si l'absence de « vrais » marchés financiers explique cette situation, l'absence d'épargne financière empêche en retour leur développement. Deuxièmement, toute l'épargne bancaire est déjà affectée à des objectifs de politique publique : modernisation productive pour le « circuit du Trésor » et logement social pour le livret A.

En 1963, lors de la promulgation du décret créant les SICAV, la volonté de l'État de favoriser le financement des entreprises françaises par les marchés financiers n'est pas la seule motivation. Le compromis proposé par le comité Lorain témoigne du rôle que les SICAV ont à jouer dans le financement de la dette publique. La législation, qui reprend les préconisations du rapport, prévoit que 30 % de l'actif des SICAV soit alloué à « des fonds d'État et obligations libellés en francs [...], de bons du Trésor ou de fonds en caisse ou en dépôt libellés en francs ». La position défendue par le comité Lorain l'est également par le Trésor (Quennouëlle-Corre, 2000). Mais les motivations ne sont probablement pas les mêmes car pour celui-ci, régler la composition des portefeuilles des SICAV est un moyen de s'assurer que les titres publics ne soient pas concurrencés trop sévèrement après leur introduction. Enfin, le projet européen est déterminant dans la promulgation du décret d'application des SICAV dans la foulée de deux directives européennes de 1960 et 1962 appelant à la nécessité pour certains pays membres de libéraliser les mouvements de capitaux (Quennouëlle-Corre, 2000).

La construction européenne, qui internationalise de fait les conditions de concurrence pour les entreprises françaises, est une des raisons des recommandations du rapport Marjolin-Sadrin-

Wormser de 1969 sur la nécessité de mener des réformes en profondeur dans l'allocation des financements des entreprises (Renversez, 2008). Celles-ci se justifient aussi par la faiblesse des banques à assurer leur financement par transformation de maturité. Le rapport préconise ainsi la modernisation du système financier français par, entre autres choses, la transformation du système bancaire (fin des taux d'intérêts préférentiels et libéralisation complète des taux d'intérêts). Les recommandations du rapport ne sont toutefois pas suivies. Une première raison de nature politique tient au rapport de force entre les conservateurs et les libéraux. S'il penche en faveur de ces derniers à la fin de la décennie 1960, il n'est pas suffisamment déséquilibré pour qu'une libéralisation du système bancaire de grande ampleur puisse être mise en œuvre. Le rapport fait notamment face à de nombreuses critiques dans la sphère politico-administrative (Lemoine, 2016 ; Monnet 2015). À cette première raison, s'ajoute celle de nature économique de l'efficacité du système de financement basé sur le « circuit du Trésor » et le contrôle du crédit. Lors de la publication du rapport, ses limites n'apparaissent pas encore au grand jour (Monnet, 2015).

Suite aux lois Debré de 1966-1967, les banques ont gagné en importance dans le système financier face au Trésor dont le rôle dans le financement est en déclin. Elles sont au cœur du fonctionnement en « économie d'endettement » qui fait des capitaux propres et des obligations des sources de financement (très) secondaires pour les entreprises françaises durant les années 1970. En 1974, l'économie d'endettement atteint son point culminant (Feiertag, 2017). C'est durant cette même année que sont lancées les réflexions sur la réforme des SICAV qui traversent une période difficile depuis 1972, les souscriptions nettes étant revenues aux niveaux du milieu des années 1960 (Tadjeddine et Cotta, 2011) du fait d'une organisation complexe (Quennouëlle-Corre, 2015). Ces réflexions donnent naissance en 1978 aux SICAV Monory qui se veulent officiellement être un moyen de pallier le manque de fonds propres des entreprises. Elles contribuent au passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers voulu depuis les années 1960.

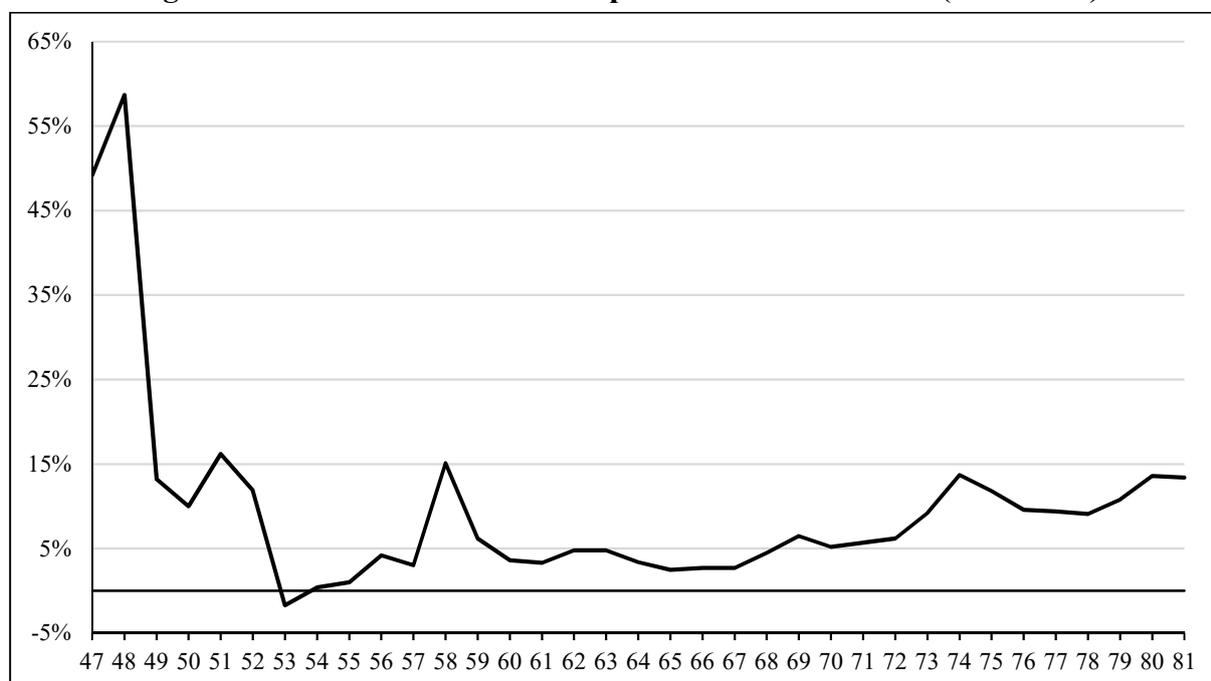
1.3.2. Les enjeux monétaires et la maîtrise de l'inflation

La seconde critique majeure opposée au « circuit du Trésor » est son penchant inflationniste en raison de la propension du Trésor à être trop dépensier. Les ressources apportées par les correspondants du Trésor sont généralement insuffisantes pour couvrir ses dépenses. Le Trésor fait régulièrement appel à la Banque de France (avances et escompte des planchers de bons du Trésor détenus par les banques notamment) qui se voit forcée de créer de la monnaie à sa demande. La critique est de nature idéologique ; elle se focalise sur la pratique généralisée de réescompte auprès de la Banque de France par l'ensemble des acteurs publics – dans le cadre du « circuit du Trésor » – et privés – dans le cadre du système d'allocation des crédits. Le réescompte empêche que le coût de l'emprunt soit déterminé par les taux d'intérêts sur les marchés, les taux d'escompte de la Banque de France étant des taux déterminés de manière

discrétionnaire par les pouvoirs publics soupçonnés par les libéraux d'être clientélistes et trop interventionnistes.

Pour soutenir l'expansion économique, les taux de réescompte pour les effets de commerce rachetés par les banques sont maintenus à des niveaux faibles tels que le coût de refinancement des banques est inférieur à celui du marché monétaire. Une conséquence directe est une création monétaire plus importante – le taux d'escompte de la Banque de France servant de base de calcul du coût du crédit pour les entreprises – mais elle constitue un choix politique assumé bien que contesté au sein de l'administration française pour soutenir la croissance économique (Lemoine, 2016). Cependant, si l'objectif de maîtrise de l'inflation passe au second plan, il est toujours au cœur des préoccupations dans la sphère politico-administrative d'autant que l'inflation est supérieure à 10 % jusqu'en 1952 (*cf.* figure 7). Rappelons d'abord que la pratique du réescompte est parfaitement compatible avec des cibles d'inflation : un relèvement du taux de réescompte est supposé limiter la création de crédit et donc de monnaie. En ce sens, un taux de réescompte ne diffère pas d'un taux d'intérêt directeur. Plus important, plusieurs instruments de contrôle de la masse monétaire vont se succéder de la fin des années 1950 à celle des années 1970. Entre 1948 et 1958, le montant des effets escomptables sont plafonnés pour contrôler la liquidité bancaire. Entre 1958 et 1973⁹³, le choix se porte sur l'encadrement du crédit qui en limitant les quantités de crédit agit sur la masse monétaire⁹⁴.

Figure 7. Évolution de l'indice des prix à la consommation (1947-1981)



Source : INSEE

⁹³ Le recours à l'encadrement du crédit ne s'étend pas sur l'ensemble de la période. Il est avant tout ponctuel.

⁹⁴ D'autres mesures telles que les coefficients de trésorerie ou les réserves obligatoires accompagnent le contrôle de l'inflation, *cf.* Monnet (2015, 2016).

Note : IPC série parisienne jusqu'en 1962, ménages "urbains" jusqu'en 1992, France métropolitaine depuis 1993, France entière depuis 1999

La menace de l'inflation comme justification d'un retour au taux d'intérêt – révélateur du vrai coût de l'emprunt public ou privé – est à relativiser. Certes, l'inflation devient supérieure à deux chiffres dans les années 1970 dans un contexte de chocs pétroliers et de boucle prix-salaire, mais elle est largement contenue sur près de 20 ans, entre 1953 et 1972 (*cf.* figure 7), période durant laquelle les idées de recours aux marchés financiers dans le financement de l'économie se diffusent. Si certaines prises de positions faisant de la maîtrise de l'inflation le principal enjeu pour l'économie française peuvent se justifier par les faits – le rapport Rueff-Armand de 1959 fait suite à une forte inflation en 1958 – d'autres s'accommodent plutôt mal de la réalité. Les mécanismes « administrés » de contrôle de l'inflation sont efficaces. Lors de la surchauffe inflationniste de 1962, l'augmentation du taux d'escompte et l'encadrement du crédit contribuent au retour de l'inflation à 3,4 % dès 1964, soit son niveau de 1961. De 1965 à 1967, l'inflation est même largement inférieure à 3 %.

1.3.3. Les enjeux géopolitiques et la concurrence entre les places financières

Puissance géopolitique d'un État et puissance financière sont intimement liées (Capelle-Blancard et Tadjeddine, 2007). Une place financière de premier plan est un signal de cette puissance et un moyen d'asseoir son indépendance à l'échelle mondiale. Depuis l'apparition des places financières, leur développement a toujours accompagné l'augmentation du pouvoir des villes (Cassis, 2006). L'importance de la place financière compte parmi les caractéristiques définissant des villes comme des *World cities* (Friedmann, 1986) ou des *Global cities* (Sassen, 1991).

À la sortie de la Seconde Guerre mondiale, la place financière de Paris est atone. La politique de nationalisation de l'économie accentue le phénomène : la capitalisation boursière s'effondre suite à la sortie de cote des grandes entreprises (Hautcœur, 1996, Cassis, 2005, Quennouëlle-Corre, 2015). Au retrait des titres privés les moins risqués, s'ajoutent comme explications du faible dynamisme des marchés financiers, d'une part, l'inflation très forte, autour de 50 % entre 1945 et 1948 et supérieure à 10 % jusqu'en 1952 qui rend peu attractif les titres obligataires à maturité longue, et d'autre part, la préférence des épargnants individuels pour le livret A et les titres publics (Granier et Bédu, 2019). Si la capitalisation boursière marque une reprise à partir de 1952, elle atteint rapidement un plateau à la fin de la décennie suivie d'une diminution tendancielle entre les débuts des années 1960 et 1980 (Le Bris et Hautcœur, 2010).

La place financière de Paris ne retrouve pas l'importance qu'elle a avant la Première Guerre mondiale (Cassis, 2005) malgré la prise de conscience de l'enjeu de la construction du marché commun pour les places financières européennes (rapport Larre de 1966, rapport Baumgartner de 1971) et les multiples réformes des années 1960 qui visent à développer l'épargne financière

et les volumes de transaction entre les banques – par le biais de l’adjudication de la dette publique – ou encore à supprimer les entraves à leur croissance. Les réformes des années 1970 jusqu’aux années 1990 qui entérinent l’orientation libérale du système financier prise dans les années 1960, sont plus fructueuses. Les SICAV Monory et l’accessibilité aux FCP des épargnants individuels (loi du 13 juillet 1979) participent à l’essor de la gestion d’actifs en France dans les années 1980 durant lesquelles la modernisation du système financier s’accélère. La place financière de Paris dispose de tous les marchés financiers. Certes, la libéralisation des mouvements de capitaux, la globalisation financière ou encore la construction du marché unique des services financiers à l’échelle européenne sont concomitantes à la modernisation du système financier et au développement de la place financière parisienne ; elles ont pu également en renforcer l’intérêt. Mais les enjeux géopolitiques qui accompagnent la concurrence entre les grandes places financières sont plus anciens.

2. Les réseaux des élites financières en action

2.1. Les élites et l’évolution du rôle de l’État : du dirigisme au *post-dirigisme*

La caractérisation de l’évolution du rôle de l’État dans les transformations du secteur et du système financier a donné lieu à plusieurs lectures davantage complémentaires que concurrentes. Si toutes s’accordent sur la distinction de deux périodes, elles diffèrent dans leur datation et donc dans l’interprétation des événements. Pour Howarth (2013), un des principaux promoteurs de l’approche des systèmes financiers par les fonctions des acteurs (*cf.* chapitre 1) l’interventionnisme est déclinant depuis le milieu des années 1980 qui marque le retour au privé des principales banques françaises. Cette analyse – excessivement – factuelle qui reprend *grosso modo* la thèse du tournant de la libéralisation financière des années 1980 est peu éclairante sur les nouvelles formes d’interventions de l’État et les raisons de leur apparition.

D’autres travaux portent leur intérêt sur la périodisation du rôle des pouvoirs publics et distinguent un État dirigiste d’un État *post-dirigiste*⁹⁵. Schmidt (1996) propose le début des années 2000 comme point de passage. Le début du XXI^e siècle est aussi retenu par Clift (2012) qui fait des années 1980 et 1990 une période de préparation à la transition. Les quatre phénomènes explicatifs du passage au *post-dirigisme* qu’il distingue – à savoir les privatisations, l’internationalisation des firmes françaises, la montée de l’actionnariat étranger et celle du financement obligataire des entreprises françaises – sont finalement proches de ceux d’Howarth (2013). La caractérisation périodique proposée par Clift (2012) est néanmoins plus

⁹⁵ La thèse d’un État français *post-dirigiste* est dominante dans la littérature anglo-saxonne. Elle ne fait pas cependant chez les politistes. Une conception d’un État davantage néo-dirigiste que *post-dirigiste* a été proposée par des chercheurs français (Ansaloni et Smith, 2018). Ce mémoire d’HDR n’ambitionne pas de participer à ce débat. Il s’agit cependant d’une perspective de recherche stimulante.

intéressante car elle met à jour la continuité de l'influence des réseaux d'élites financières et la poursuite de la politique des « champions nationaux » durant les années qui suivent la crise financière de 2007-2008 et plus largement durant la période *post-dirigiste*. Au sein de ce réseau social élitaire, de nature informelle et structuré par des rapports de dons et contre dons de longue date (Jabko et Massoc, 2012, Massoc, 2021), émergent des inspecteurs des finances tels que François Pérol ou Pierre Mariani. Anciens banquiers⁹⁶ ayant exercé dans le milieu uniquement après la privatisation des banques, ils perpétuent une longue tradition élitaire qui remontent à la nationalisation des banques à la sortie de la Seconde Guerre mondiale.

L'ensemble de ces travaux qui portent sur l'intervention de l'État après la crise financière de 2007-2008 partage le défaut de commencer l'analyse dans les années 1980. Ils n'abordent pas la construction de ce réseau d'élites financières et sont peu explicatifs de sa composition, de son maintien et de ses évolutions sur les deux périodes. Ces questionnements sont au cœur de notre agenda de recherche dont un des enjeux est donc d'approfondir l'analyse de cette caractérisation en deux périodes, dirigiste puis *post-dirigiste* et, plus précisément, celle de la transition entre les périodes. À cette fin, nous procédons à une analyse en temps long, de 1945 à 2010, en deux étapes. La première est dédiée à l'analyse prosopographique des élites financières identifiées dans la littérature (Clift, 2012 ; Jabko et Massoc, 2012 ; Rouban, 2010 ; Granier et Bédu, 2019 ; Quennouëlle-Corre, 2000 ; Lemoine, 2013, 2016) tandis que la seconde a pour ambition de spécifier le réseau social de ces élites financières et ses évolutions, l'objectif étant de discerner les relations interpersonnelles et inter-organisationnelles.

L'enjeu principal de notre programme de recherche est de savoir comment la prise de pouvoir par des élites libérales par l'obtention de postes à responsabilité ou de direction a contribué à orienter le sens – vers plus de libéralisme financier – et les formes de l'intervention de l'État. L'analyse des transformations du secteur et du système financier doit être ainsi menée à l'aune de celles de la haute fonction publique qui conseille le décideur politique. En plus d'être porteuse et relais d'idées, elle dispose d'une certaine autonomie dans l'exercice de ses fonctions comme en témoignent les pratiques des banques nationalisées placées sous leur direction. Entre 1945 et 1966, les banques nationalisées évoluent à la frontière de la loi de la spécialisation bancaire. Leurs activités sont, dans les faits, peu différentes de celles des banques d'affaires restées dans la sphère privée (Bouvier, 1973). La distinction par la loi de 1945 est artificielle selon Quennouëlle-Corre (2000) qui précise que les lois Debré de 1966-1967 donnent une légalité à des pratiques existantes. Durant la grande période d'encadrement du crédit qui commence en 1968, les banques cherchent très rapidement à se soustraire à l'encadrement du crédit en ayant notamment recours à la fraude et des pratiques de contournement (Mastin, 2020)⁹⁷. Dans les années 1980, le développement de la gestion d'actifs « à la française », c'est-

⁹⁶ Respectivement chez Rothschild & Cie entre 2005 et 2007 et BNP entre 1996 et 2008.

⁹⁷ Une partie de l'inflation à deux chiffres des années 1970 pourrait donc s'expliquer par une création monétaire « illégale » des banques nationalisées.

à-dire dans le périmètre des banques universelles, se déroule dans un contexte *a priori* troublé de nationalisations puis de privatisations bancaires mais qui reste sans effets sur les traditions bien établies de direction des groupes bancaires par la haute fonction publique. Au début des années 1990, la privatisation et la consolidation du secteur bancaire se terminent et laissent à la direction des « champions nationaux » des anciens hauts fonctionnaires, passés par l'inspection des finances, le Trésor et les cabinets ministériels. Les rênes du Crédit Lyonnais reviennent à Jean-Yves Haberer, ceux de la Société Générale et de BNP respectivement à Marc Viénot et Michel Pébereau. Tous ont conseillé les ministres des finances ayant modernisé le système financier français vers plus de finance de marché. La conception du rôle des banques dans le système financier français et dans le financement de l'économie relève en partie de celle que s'en fait la caste des inspecteurs des finances.

2.2. Le réseau élitair des inspecteurs de finance : pantouflage et homophilie des trajectoires professionnelles

Le constat d'organisations du secteur et du système financiers peuplés d'individus en provenance de l'inspection générale des finances est bien établi. La pratique du pantouflage est même une caractéristique historique de ce grand corps (Carré de Malberg, 2011). Sur la période 1958-2008, plus de 30 % des inspecteurs des finances ont pantouflé dans le secteur bancaire selon Rouban (2010) qui distingue deux formes de pantouflage. Une, plus classique, consiste à se « former » dans un cabinet ministériel, à gravir les échelons dans le périmètre de l'État jusqu'à des postes de direction, notamment d'administrations centrales, puis à partir dans le privé pour y occuper des postes de direction générale. La deuxième forme de pantouflage qualifiée de « rétro-pantouflage » par Rouban, plus récente, émerge dans les années 2000, se traduit par un départ dans le privé en début de carrière dans le corps et, donc, à des âges plus jeunes, ce qui ne permet pas aux pantoufleurs d'occuper des postes hauts placés dans les entreprises qu'ils rejoignent. Cette pratique de pantouflage se caractérise ensuite par des retours dans le périmètre de l'État à des postes prestigieux. À titre d'exemple, nous pouvons citer François Pérol (mentionné par Rouban) ou Emmanuel Macron dont les carrières présentent de fortes similarités : passage à la banque d'affaires Rothschild & Cie en tant qu'associés-gérants avant de devenir secrétaires généraux adjoints à l'Élysée.

Parmi les principaux groupes bancaires en activité au milieu des années 2010 (BNP Paribas, BPCE, Crédit Agricole, CIC-Crédit Mutuel, Société générale), les banques actionnariales sont celles ayant *a priori* le plus de « liens » avec les pouvoirs publics eu égard aux trajectoires professionnelles de leurs dirigeants. La Société Générale et BNP Paribas, dans une moindre mesure, ont en commun une direction quasi-dynastique par des anciens inspecteurs des finances sur l'ensemble de la période 1945-2015 (*cf.* tableaux 7 et 8) ce qui les distingue des banques mutualistes fonctionnant en caisses régionales (BPCE, Crédit Agricole, CIC-Crédit Mutuel). La nature de l'actionnariat de la Société Générale n'a eu guère d'effets sur la gouvernance de

l'institution si on se réfère au profil professionnel de ses dirigeants. Suite à la privatisation du groupe bancaire en 1987, la direction est toujours confiée à des inspecteurs des finances bien insérés dans la sphère politico-administrative. Dans le détail et avant leur nomination, Marc Viénot est secrétaire du comité Rueff puis sous-directeur du Marché financier à la direction du Trésor. Daniel Bouton occupe la direction du cabinet d'Alain Juppé, ministre délégué du budget avant de prendre celle de la direction du budget. Frédéric Oudéa est conseiller technique au cabinet de Nicolas Sarkozy, ministre du Budget. Cette tendance s'observe aussi à la Banque nationale pour le commerce et l'industrie (BNCI) et au Comptoir national d'escompte de Paris (CNEP) dont la fusion orchestrée en 1966 par Michel Debré donne naissance à la Banque Nationale de Paris (BNP) – un nouveau champion national. De 1966 à 2015, la BNP devenue BNP Paribas après sa fusion avec Banque de Paris et des Pays-Bas (Paribas) en 1999 est aussi systématiquement dirigée par des inspecteurs des finances – à l'exception de Jacques Calvet, la privatisation de 1993 n'ayant, comme pour la Société Générale, pas affectée cette tradition de direction. Avant de faire une longue carrière au CNEP, Henry Bizot occupe le poste de chef de cabinet de Henri Chéron, ministre des finances, Jacques Calvet celui de directeur de cabinet de Valéry Giscard d'Estaing après avoir gravi tous les échelons au sein de ses différents cabinets ministériels. Michel Pébereau côtoie Henry Bizot au début des années 1970 au cabinet de Valéry Giscard d'Estaing puis dirige le cabinet de René Monory, ministres des finances. Baudin Prot est en fonction à la direction générale de de l'Énergie et des Matières premières rattachée au ministère de l'industrie. Jean Lemierre son successeur est de la même promotion de l'ENA. Il fait carrière à la direction générale des impôts, dirige le cabinet d'Alain Madelin, ministre des finances.

Tableau 7. Trajectoires éducationnelles et professionnelles des dirigeants de la Société Générale de 1945 à 2015

Période	Président du CA	ENA	IGF ¹	Directeur général	ENA	IGF ¹
1945-1956	Pierre de Moüy ²	Non	Non	Maurice Lorain	Non	1921
1958-1967	Maurice Lorain	Non	1921	Jacques Ferronière	Non	1929
1967-1972	Jacques Ferronière	Non	1929	Maurice Lauré	Non	1945
1973-1982	Maurice Lauré	Non	1945	Maurice Lauré (1973)	Non	1945
				Marc Viénot (1977-1982)	Oui	1953
1982-1986	Jacques Mayoux	Oui	1952	Marc Viénot	Oui	1953
1986-1997	Marc Viénot ³	Oui	1953	Marc Viénot	Oui	1953
				Daniel Bouton (1993-1997)	Oui	1973
1997-2008	Daniel Bouton ³	Oui	1973	Daniel Bouton ³	Oui	1973
2008-2009	Daniel Bouton	Oui	1973	Frédéric Oudéa ⁴	Oui	1987
2009-2015	Frédéric Oudéa ³	Oui	1987	Frédéric Oudéa ³	Oui	1987

Source : auteur d'après les rapports annuels de la Société générale et le dictionnaire historique des inspecteurs des finances (Cardoni *et al.*, 2012).

Notes : ¹ Année d'entrée à l'IGF. ² Prend la présidence de la Société générale en 1944. ³ Occupe la fonction de PDG. ⁴ Occupe la fonction de directeur général délégué.

**Tableau 8. Trajectoires éducationnelles et professionnelles des dirigeants de la BNP
Paribas de 1945 à 2015**

<i>Banque nationale pour le commerce et l'industrie</i>						
Période	Président du CA	ENA	IGF ¹	Directeur général	ENA	IGF ¹
1945-1951	Ludovic Tron	Non	1930	Alfred Pose	Non	Non
1952-1956	Ludovic Tron	Non	1930	Henri Gilet	Non	Non
1957-1958	Guillaume de Tarde	Non	Non	Henri Gilet	Non	Non
1959-1961	Henri Gilet	Non	Non	Pierre Chevrier	Non	Non
1962-1965	Henri Gilet	Non	Non	Pierre Ledoux	Non	1943
<i>Comptoir national d'escompte de Paris</i>						
Période	Président du CA	ENA	IGF ¹	Directeur général	ENA	IGF ¹
1945-1957	Alexandre Célier (1945)	Non	1908	Charles Farnier	Non	1919
	Georges Gaussel (1946-1957)	Non	Non			
1958-1963	Charles Farnier	Non	1919	Henri Bizot	Non	1925
1964-1965	Henri Bizot	Non	1925	Jean Sadrin	Non	Non
<i>Banque Nationale de Paris</i>						
Période	Président du CA	ENA	IGF ¹	Directeur général	ENA	IGF ¹
1966-1970	Henri Bizot	Non	1925	Pierre Ledoux	Non	1943
1971-1978	Pierre Ledoux ²	Non	1943	Gaston Defossé (1971-1975)	Non	Non
				Jacques Calvet (1975-1978)	Oui	Non
1979-1982	Jacques Calvet	Oui	Non	Gérard Llewellyn	Non	Non
1982-1993	René Thomas	Oui	1955	Jacques Masson (1982-1986)	Non	Non
				Jacques Wahl (1982-1992)	Oui	1961
				Daniel Lebègue (1987-1993)	Oui	Non
1993-1999	Michel Pébereau ³	Oui	1967	Daniel Lebègue (1993-1995)	Oui	Non
				Baudin Prot (1996-1999)	Oui	1976
<i>Banque de Paris et des Pays-Bas</i>						
Période	Président du CA	ENA	IGF ¹	Directeur général	ENA	IGF ¹
1945-1948	Louis Wibratte	Non	Non	Henry Jahan (1945-1947)	Non	1914
				Jean Reyre (1947-1948)	Non	Non
1949-1961	Emmanuel Monick	Non	Non	Jean Reyre	Non	Non
1962-1965	Henry Derooy	Non	1923	Jean Reyre	Non	Non
1966-1969	Jean Reyre ³	Non	Non	Gustave Rambaud	Non	Non
1969-1977	Jacques de Fouchier ³	Non	1934	Pierre Moussa (1969-1977)	Non	1946
				Gustave Rambaud (1969-1977)	Non	Non
1978-1981	Pierre Moussa ³	Non	1946	Pierre Decker	Non	Non
				Gérard Eskénazi	Non	Non
1982-1986	Jean-Yves Haberer ³	Oui	1959	François Morin	Non	Non
				Alain de Wulf (1982-1985)	Non	1986 ⁴
1986-1990	Michel François-Poncet ³	Non	Non	Hubert de Saint-Amand	Non	Non
				Philippe Dulac	Oui	1968
1990 ⁵	André Lévy-Lang	Non	Non	Hubert de Saint-Amand	Non	Non
1991-1998	Michel François-Poncet	Non	Non	André Lévy-Lang	Non	Non

BNP Paribas						
Période	Président du CA	ENA	IGF¹	Directeur général	ENA	IGF¹
1999-2011	Michel Pébereau ⁶	Oui	1967	Dominique Hoenn (1999-2002)	Non	Non
				Baudin Prot (1999-2011)	Oui	1976
2011-2014	Baudin Prot	Oui	1976	Jean-Laurent Bonnafé	Non	Non
2015-	Jean Lemierre	Oui	1976	Jean-Laurent Bonnafé	Non	Non

Source : auteur, d'après les rapports annuels de BNP Paribas et le dictionnaire historique des inspecteurs des finances (Cardoni *et al.*, 2012).

Notes : ¹ Année d'entrée à l'IGF. ² Occupe la fonction de PDG en 1978. ³ Occupe la fonction de PDG. ⁴ intègre le corps au grade d'inspecteur général. ⁵ En 1990, la structure de gouvernance évolue vers un conseil de surveillance et un directoire. Dans ce tableau, à partir de cette date, le président du CA est dans les faits un président de conseil de surveillance et le directeur général, un président de directoire (ou de comité exécutif). ⁶ Occupe la fonction de PDG jusqu'en 2003.

Conclusion

Une mise en perspective de mes recherches dans le champ de la finance en suivant un cheminement analytique et non thématique a guidé la rédaction de ce mémoire d'HDR. L'étude de la dynamique de transformation des systèmes financiers a ainsi imposé le choix d'un plan par niveau d'analyse.

Dans une démarche d'économie politique et institutionnelle, l'échelle macro-institutionnelle permet d'établir des constats sur le changement institutionnel et les mécanismes opérants mais est peu adaptée pour en expliquer les déterminants. Les distinctions – souvent binaires – sont certes éclairantes ; elles sont aussi relativement grossières. Nous avons donné en exemple les distinctions « *bank-based* »/« *market-based* », banques universelles/spécialisées ou encore gestion d'actifs indépendante/captive qui participent à créer des représentations de modèles de systèmes financiers nationaux extrêmement simplifiées. Ce constat a présidé à la réorientation de mes travaux vers un seul pays, la France.

L'échelle méso-sectorielle rend possible une analyse fine de la dynamique des acteurs financiers et de leurs comportements stratégiques qui structurent l'évolution de leur secteur financier et du système financier national. Si on considère que la France est (i) un pays « *bank-based* » avec (ii) des banques universelles qui lui sont spécifiques et (iii) une gestion d'actifs captive, ce niveau d'analyse donne à voir comment et pourquoi ce triple constat s'établit. L'échelle méso-sectorielle permet de saisir en partie comment le changement institutionnel par basculement du compromis socio-politique opère. Une lecture des industries de la finance comme « champs d'action stratégique » est particulièrement utile pour comprendre que la mainmise des grands groupes bancaires française qui imposent des structures de gouvernance et des conceptions de contrôle pour stabiliser leur environnement, stabilisent également le compromis socio-politique dans le domaine institutionnel de la finance. Cette mainmise détermine donc le système financier.

Les firmes financières disposent d'un capital politique qui leur assure une légitimité et leur reproduction. Le capital politique des firmes prend source dans le capital social de leurs dirigeants qui appartiennent à un réseau élitare. Le champ des possibles pour les groupes bancaires dépend ainsi des relations établies et entretenues entre les dirigeants des institutions de régulation – et l'État – et ceux des firmes régulées. Ce processus rend nécessaire l'investigation des profils et trajectoires socio-professionnelles des individus de la finance – de l'échelle micro-sociale.

1. Approfondir l'articulation entre échelles macro-institutionnelle, méso-sectorielle et micro-sociale

Le dernier chapitre de ce mémoire d'HDR a été l'occasion de présenter mes recherches en cours sur les déterminants de la dynamique de transformation des systèmes financiers à l'échelle micro-sociale. Elles s'inscrivent dans un programme de recherche qui vise à articuler les trois niveaux d'analyse avec une focale placée sur la diffusion des idées au sein des organisations comme mécanisme central du changement institutionnel. Il s'agira plus précisément à partir du champ – domaine institutionnel – de la finance d'approfondir la thèse de l'invasion comme raison fondamentale du basculement du compromis socio-politique. En d'autres termes, l'ambition porte donc sur les « fondements microéconomiques » du changement institutionnel. Alors que les échelles macroéconomiques et méso-économiques sont historiquement au cœur des recherches sur les transformations des institutions, le niveau microéconomique est relativement ignoré. Par « fondements microéconomiques », nous entendons à la fois les firmes productives et les individus de la finance.

Il est nécessaire de préciser dès à présent que ce programme de recherche d'articulation des niveaux d'analyse dans une démarche d'économie politique et institutionnelle n'a pas pour vocation d'être élargi aux autres champs ou secteurs d'activité. Il me semble que ceux-ci ne partagent pas certaines des spécificités de l'industrie de la finance qui fondent l'importance du niveau microéconomique. Celle-ci est effectivement traversée par des « règles d'or » communes de fonctionnement (diversification de portefeuille, arbitrage rendement/risque, responsabilité fiduciaire, etc.) et de fortes croyances collectives peu différenciées individuellement (rôle des marchés financiers dans l'allocation du capital) – des institutions/des conditions de base – qui contribuent à des stratégies de différenciation de produits plutôt similaires, ce qui la distingue des autres industries. Ce point reste cependant en débat et pourra amener à des travaux en commun avec d'autres spécialistes sectoriels.

L'objectif, plus modeste mais exigeant, pour les années à venir est de reconduire pour d'autres pays cette analyse aux trois échelles et en temps long afin d'établir, dans un deuxième temps, une grille de lecture de la dynamique de transformations des systèmes financiers et, éventuellement, une typologie des formes de dynamique. Elles offriraient alors la possibilité d'identifier clairement les dimensions exogènes et endogènes du changement – les pays qui ont construit la libéralisation financière et ceux qui l'ont subie, les dynamiques sectorielles à l'œuvre dans les industries de la finance, les rôles des firmes financières, des élites et de l'État. Il est quasiment certain que la dynamique d'évolution du système financier observée en France ne le soit pas dans d'autres pays.

2. Le défi de la transition écologique et énergétique (TEE) : financement hors marché et planification

Une seconde orientation que je souhaite donner à mes recherches futures a trait à la problématique du financement de la TEE. Elle s'encadre à deux niveaux dans les travaux que j'ai pu mener. À un premier niveau – financement privé/de marché – il s'agira d'étudier la stabilité et les évolutions potentielles du champ de la gestion d'actifs. Son invasion par des acteurs contestant la conception de contrôle dominante pourrait participer à l'émergence de nouvelles institutions dans l'intermédiation financière. En première approximation, le développement de la finance durable/verte pourrait s'interpréter comme un changement institutionnel graduel soutenu par le mécanisme de superposition/sédimentation de deux types de finance (verte *vs.* brune). L'évolution semble cependant limitée – ou diffuse dans le temps – puisque l'offre de produits financiers verts ne modifie – à l'heure de la conclusion de ce mémoire d'HDR – ni la hiérarchie au sein du champ ni la conception de contrôle dominante. Elle se comprend davantage comme une simple stratégie de diversification de l'offre qui est le fonctionnement normal de l'industrie de la gestion d'actifs pour compte de tiers de manière spécifique et de l'ensemble des industries de la finance de manière générale. Cette interprétation trouve un écho dans les résultats de mes travaux sur la transition numérique – le deuxième défi transitionnel des industries de la finance, à savoir que l'invasion du champ et la proposition de nouveaux services n'ont pas conduit à sa déstabilisation. Les mécanismes du changement institutionnel à investiguer sont à chercher du côté de l'épuisement de l'institution « finance de marché brune » et, surtout, du déplacement et de l'altération du compromis socio-politique entre les épargnants et les intermédiaires financiers. Mais quels que soient le ou les mécanismes supportant le changement institutionnel, ceux-ci ne seront opérants que si les nouvelles institutions sont légitimées par l'État. Dans le cas de la France, cela laisse à penser que l'idée d'une substitution de la finance brune par la finance verte doit se diffuser et que les élites financières auront donc un rôle à jouer dans le changement institutionnel.

L'action de l'État dans le financement de la TEE mérite d'être envisagée au-delà de la régulation. L'État financeur de la TEE – second niveau – sera aussi un des chantiers de recherche que je souhaite lancer dans le cadre d'un encadrement de thèse de doctorat. Les problématiques de planification et financement public hors marché en seront des éléments centraux voire structurants. Le défi de la transition écologique appelle à mobiliser toutes les solutions économiques et sociales, y compris celles qui peuvent apparaître aux yeux de beaucoup comme rétrogrades ou utopiques. Mais ce serait oublier qu'elles ont constitué des moyens efficaces face aux défis de la reconstruction et de la modernisation de la France après la Seconde Guerre mondiale. Là encore, une focalisation sur les élites financières et politico-administratives qui participent à l'élaboration de l'action de l'État sera à envisager.

3. Les serviteurs de l'État et la diffusion des idées libérales : quel rôle des enseignements d'économie ?

Dans le cadre d'un projet de pédagogie et de recherche « OPinion des éTudiants vis-à-vis des politIQUES économiques (OPTIQUE) » dirigé par Sophie Massin, les enseignants-chercheurs d'économie de l'UFR d'Économie, Gestion Administration et Sciences Sociales de l'université d'Artois se sont intéressés aux effets et à l'influence des enseignements d'économie sur la formation des opinions des étudiants vis-à-vis des politiques économiques. L'enquête a été conçue en 2018 et la collecte de données a commencé en 2019 et s'est terminée en 2022. Trois vagues d'enquête se sont succédé pour suivre une cohorte d'étudiants durant le cursus de licence, entre leur entrée à l'université en L1 et l'année diplômante de la L3. Elles ont permis de collecter plus de 3400 réponses sur huit universités françaises (Artois, Côte d'Azur, Lille, Littoral Côte d'Opale, Montpellier, Paris 1, Paris Cité et Rennes 2). Les premiers résultats du projet OPTIQUE sont actuellement soumis à une revue scientifique pour publication (Massin *et al.*, 2023).

Je me suis particulièrement investi sur ce projet, notamment dans la mise en relation avec les collègues des universités de Côte d'Azur, Littoral Côte d'Opale, Montpellier et Paris Cité⁹⁸. Suite à ma mutation à l'université de Montpellier et mon intégration dans le laboratoire ART-Dev (UMR CNRS 5281), je souhaite donner une suite à ce projet, toujours en association avec Sophie Massin, avec la mise en place d'un observatoire « Fabrication des Représentations et des Idées sur les QUestions Économiques et Sociales (FABRIQUES) » à la faculté d'économie de l'université de Montpellier. L'objectif est d'assurer le déploiement de l'enquête sur longue période (en décennies) avec le suivi de plusieurs cohortes d'étudiants de licence. L'observatoire FABRIQUES bénéficiera du soutien de Marc Roze, ingénieur technico pédagogique au sein de l'UFR, pour une collecte de données améliorée et des compétences et connaissances des collègues politistes de mon unité de recherche pour le déploiement d'autres méthodes de recherche (*focus group*).

Le projet FABRIQUES fait sens avec mes recherches passées et celles futures développées dans les sections précédentes. Il positionne au premier rang des thématiques à investir la diffusion des idées. L'analyse des résultats de l'item « les marchés financiers sont indispensables au fonctionnement de l'économie réelle » du questionnaire OPTIQUE sera ainsi l'occasion de comprendre comment les idées libérales en finance se diffusent dans et par les lieux de formation. Il permet ensuite de questionner le rôle de l'État à travers l'étude de celui de ses serviteurs universitaires dans la fabrication de croyances qui façonnent à leur tour la dynamique de transformation du système financier français.

⁹⁸ À ce propos, je tiens à remercier chaleureusement Sophie Pommet et Ali Douai de l'université Côte d'Azur, Thomas Dallery de l'ULCO, Pauline Lectard de l'université de Montpellier, Thibaud Deguilhem et Sabina Issehnane de Université Paris Cité.

Références bibliographiques

- ACPR (2018) *Étude sur les modèles d'affaires des banques en ligne et des néobanques*, Paris, Banque de France.
- ACPR (2020a) *La situation des grands groupes bancaires français fin 2019*, Analyses et synthèses, n° 112, Paris, Banque de France.
- ACPR (2020b) *Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance 2019*, Paris, Banque de France.
- Adler, P. (1983) 'Trente ans d'automatisation et couts opératoires dans les banques françaises', *Revue économique*, **34**, 987–1020.
- AFIC (2017) *Capital-transmission français*, Paris, AFIC.
- Aglietta M, et Rebérioux A (2004) *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.
- Aglietta, M. et Rigot, S. (2009) *Crise et rénovation de la finance*, Paris, Odile Jacob.
- Aglietta, M. et Scialom, L. (2002) 'Les risques de la monnaie électronique', *L'Économie politique*, **14**, 82–95.
- Aglietta, M. et Scialom, L. (2003) 'Le prêteur en dernier ressort au défi de la monnaie électronique', *Cahiers d'économie Politique*, **45**, 251–283.
- Alchian, A. A. et Demsetz, H. (1972) 'Production, Information Costs, and Economic Organization', *The American Economic Review*, **62**, 777–795.
- Allen, F. et Gale, D. (2001a) *Comparing Financial Systems*, Cambridge, Mass., The MIT Press.
- Allen, F. et Gale, D. (2001b) *Comparative Financial Systems: A Survey*, Center for Financial Institutions Working Paper, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.
- Amable, B. (2005) *Les Cinq capitalismes. Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, Paris, SEUIL.
- Amable, B. (2016) 'Institutional Complementarities in the Dynamic Comparative Analysis of Capitalism', *Journal of Institutional Economics*, **12**, 79–103.
- Amable, B. (2017) *Structural Crisis and Institutional Change in Modern Capitalism: French Capitalism in Transition*, Oxford ; New York, NY, OUP Oxford.
- Amable, B., Barre, R. et Boyer, R. (1997) *Les systèmes d'innovation à l'ère de la globalisation*, Paris, Economica.
- Amable, B. et Palombarini, S. (2009) 'A Neorealist Approach to Institutional Change and the Diversity of Capitalism', *Socio-Economic Review*, **7**, 123–143.
- Amable, B. et Palombarini, S. (2017) *L'illusion du bloc bourgeois: alliances sociales et avenir du modèle français*, Paris, Liber/Raisons d'agir.
- AMF (2019) *S'informer sur les fonds de capital-investissement (FCPR, FCPI, FIP)*, Paris, AMF.
- Ang, A. (2014) *Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing*, Oxford, Oxford University Press.
- Ansaloni, M. et Smith, A. (2018) 'The Neo-Dirigiste Production of French Capitalism since 1980: The View from Three Major Industries', *French Politics*, **16**, 154–178.
- Antzoulatos, A. A., Panopoulou, E. et Tsoumas, C. (2011) 'Do Financial Systems Converge?', *Review of International Economics*, **19**, 122–136.
- Arcand, J. L., Berkes, E. et Panizza, U. (2015) 'Too Much Finance?', *Journal of Economic Growth*, **20**, 105–148.
- Arena, R. (1990) 'La dynamique industrielle : tradition et renouveau', *Revue d'économie industrielle*, **53**, 5–17.
- Arena, R., Benzoni, L., De Bandt, J. et Romani, P.-M. (1988) *Traité d'économie industrielle*, Paris, Economica.

- Armour, J., Deakin, S., Lele, P. et Siems, M. (2009a) 'How Do Legal Rules Evolve? Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor, and Worker Protection', *The American Journal of Comparative Law*, **57**, 579–629.
- Armour, J., Deakin, S., Sarkar, P., Siems, M. et Singh, A. (2009b) 'Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis', *Journal of Empirical Legal Studies*, **6**, 343–380.
- Arrow, K. (1962) 'Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention'. In Nelson, R. R. (ed) *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, Princeton, N.J, Princeton University Press, pp. 609–626.
- Arthur, W. B. (1988) 'Self-Reinforcing Mechanisms in Economics'. In Arthur, W. B., Durlauf, S. N., et Lane, D. (eds) *The Economy As An Evolving Complex System*, CRC Press.
- Arthur, W. B. (1994) *Increasing Returns and Path Dependence in the Economy*, University of Michigan Press.
- Auvray, T., Bédu, N., Granier, C. et Rigot, S. (2022) *L'industrie de la finance*, Paris, La Découverte.
- Bahadir, B. et Valev, N. (2015) 'Financial Development Convergence', *Journal of Banking & Finance*, **56**, 61–71.
- Bain, J. S. (1959) *Industrial Organization*, New York, John Wiley and Sons.
- Banque d'Angleterre (2010) *Evolution of the UK Banking System*.
- Banque de France (2004) *L'attractivité des places financières*, Paris, Banque de France.
- Banque de France (2011) *Le Financement de l'innovation*, Paris, Banque de France.
- Baskin, J. B. (1988) 'The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information', *The Business History Review*, **62**, 199–237.
- Baumol, W. J., Panzar, J. C. et Willig, R. D. (1982) *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, New York, Harcourt College Pub.
- BCE (2004) *Report on EU Banking Structure*, Francfort-sur-le-Main, BCE.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. et Levine, R. (2003a) 'Law, Endowments, and Finance', *Journal of Financial Economics*, **70**, 137–181.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. et Levine, R. (2003b) 'Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?', *Journal of Comparative Economics*, **31**, 653–675.
- Beck, T. et Levine, R. (2002) 'Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?'
- Beck, T. et Levine, R. (2004) 'Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence', *Journal of Banking & Finance*, **28**, 423–442.
- Beck, T., Levine, R. et Loayza, N. (2000) 'Finance and the Sources of Growth', *Journal of Financial Economics*, **58**, 261–300.
- Bédu, N., Foureault, F. et Palard, J.-É. (2022) *Le private equity*, Paris, La Découverte.
- Bédu, N. et Granier, C. (2018) 'La gouvernance dans les LBO', *Revue d'économie financière*, **130**, 129–144.
- Bédu, N., Granier, C., Malherbe, L. et Montalban, M. (2021) 'Les banques françaises face à l'émergence des FinTechs de paiement et de crédit : dynamique réglementaire et changement technique', *Revue d'économie industrielle*, 169–206.
- Bédu, N., Granier, C. et Revelli, C. (2023a) 'Asset Management and Sustainability. Industries and Regulatory Issues'. In Lagoarde-Segot, T. (ed) *Ecological Money and Finance. Exploring Sustainable Monetary and Financial Systems*, Londres, Palgrave Macmillan, pp. 683–725.
- Bédu, N., Granier, C. et Revelli, C. (2023b) 'Asset Management and Sustainability. Critical Perspectives and Reform Issues'. In Lagoarde-Segot, T. (ed) *Ecological Money and Finance. Exploring Sustainable Monetary and Financial Systems*, Londres, Palgrave Macmillan, pp. 683–725.
- Bédu, N. et Montalban, M. (2014) 'Analysing the Uneven Development of Private Equity in Europe: Legal Origins and Diversity of Capitalism', *Socio-Economic Review*, **12**, 33–70.

- Bédu, N. et Palard, J.-E. (2014) 'L'impact des LBO sur la défaillance des entreprises. Le cas des cibles françaises (2000-2010)', *Finance Contrôle Stratégie*, **17-2**.
- Bédu, N. et Palard, J.-E. (2021) 'La performance des MBO majoritaires : Une étude sur des PME européennes contrôlées par leurs dirigeants', *Finance Contrôle Stratégie*, **24-1**.
- Bédu, N. et Vanderstocken, A. (2020) 'Do Regional R&D Subsidies Foster Innovative SMEs' Development: Evidence from Aquitaine SMEs', *European Planning Studies*, **28**, 1575–1598.
- Benquet, M. (2019) 'Les financiers sont-ils néoclassiques ? Conceptions indigènes de la valeur des acteurs du capital investissement', *Revue Française de Socio-Économie*, **23**, 59–78.
- Benquet, M. et Bourgeron, T. (2019) 'Accumuler le capital. Sociohistoire du capital-investissement en France, 1982-2017', *Actes de la recherche en sciences sociales*, **229**, 46–71.
- Benquet, M., Foureault, F. et Lagneau-Ymonet, P. (2020) 'Coproduire la règle du jeu. État, assurance et capital-investissement dans la France des années 1990', *Revue française de sociologie*, **61**, 79–108.
- Berger, A. N. et Udell, G. F. (2002) 'Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure', *The Economic Journal*, **112**, F32–F53.
- Berger, M. et Hottenrott, H. (2021) 'Start-up Subsidies and the Sources of Venture Capital', *Journal of Business Venturing Insights*, **16**, e00272.
- Bezes, P. (2009) *Réinventer l'État*, Paris, Presses Universitaires de France - PUF.
- Billows, S. and Viallet-Thévenin, S. (2016) 'La fin de l'État stratège ? La concurrence dans les politiques économiques françaises (1945-2015)', *Gouvernement et action publique*, **VOL. 5**, 9–22.
- BIS (2018) *Structural Changes in Banking after the Crisis*, Bâle, BIS.
- Bleuel, P. (2018) 'Le Mittelstand et le pragmatisme allemand : un début de solution pour le cas des PME françaises ?', *Revue d'économie industrielle*, 9–41.
- Bonin, H. (2005) 'Les mutations du traitement des données comptables dans les banques françaises dans les années 1930-1960'. In Degos, J.-G. et Trebucq, S. (eds) *L'entreprise, le chiffre et le droit*, Bordeaux, University Library of Munich, Germany, pp. 91–109.
- Boot, A. W. A. (2000) 'Relationship Banking: What Do We Know?', *Journal of Financial Intermediation*, **9**, 7–25.
- Botero, J. C., Djankov, S., Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F. et Shleifer, A. (2004) 'The Regulation of Labor*', *The Quarterly Journal of Economics*, **119**, 1339–1382.
- Boucly, Q., Sraer, D. et Thesmar, D. (2011) 'Growth LBOs', *Journal of Financial Economics*, **102**, 432–453.
- Bouvier, J. (1973) *Un siècle de banque française*, Hachette.
- Boyer, K., Chevalier, A., Léger, J.-Y. et Sannajust, A. (2016) *Le crowdfunding*, Paris, La Découverte.
- Boyer, R. (2003) 'Les analyses historiques comparatives du changement institutionnel : quels enseignements pour la théorie de la régulation ?' In *L'Année de la régulation n° 7 (2003-2004)*, Paris, Presses de Sciences Po, pp. 167–203.
- Boyer, R. (2015) *Économie politique des capitalismes*, Paris, La Découverte.
- Bpifrance (2014) *20 Ans de Capital-Investissement En France, 1994-2014*, Paris, Bpifrance.
- Brämer, P., Gischer, H. et Richter, T. (2011) 'Le système bancaire allemand et la crise financière', *Regards sur l'économie allemande*, **101**, 5–16.
- Breschi, S. et Malerba, F. (1997) 'Sectoral Innovation Systems: Technological Regimes, Schumpeterian Dynamics, and Spatial Boundaries'. In Edquist, C. (ed) *Systems of Innovation. Technologies, Institutions and Organisations*, Londres, Pinter Publishers, pp. 130–156.
- Breschi, S., Malerba, F. et Orsenigo, L. (2000) 'Technological Regimes and Schumpeterian Patterns of Innovation', *The Economic Journal*, **110**, 388–410.
- Broekel, T. (2015) 'Do Cooperative Research and Development (R&D) Subsidies Stimulate Regional Innovation Efficiency? Evidence from Germany', *Regional Studies*, **49**, 1087–1110.

- Bruno, G., De Bonis, R. et Silvestrini, A. (2012) 'Do Financial Systems Converge? New Evidence from Financial Assets in OECD Countries', *Journal of Comparative Economics*, **40**, 141–155.
- Busom, I., Corchuelo, B. et Martínez-Ros, E. (2014) 'Tax Incentives... or Subsidies for Business R&D?', *Small Business Economics*, **43**, 571–596.
- CACEIS (2012) *Contribution to the European Commission Consultation Document UCITS (VI)*, Paris, Crédit Agricole - Caisse d'Épargne Investor Services.
- Capelle-Blancard, G. et Tadjeddine, Y. (2007) 'Les places financières : désintégration, suburbanisation et spécialisation', *Revue d'économie financière*, **90**, 93–115.
- Carboni, O. A. (2011) 'R&D Subsidies and Private R&D Expenditures: Evidence from Italian Manufacturing Data', *International Review of Applied Economics*, **25**, 419–439.
- Carlsson, B. (1987) 'Reflections on "Industrial Dynamics": The Challenges Ahead', *International Journal of Industrial Organization*, **5**, 135–148.
- Carlsson, B. (1992) 'Industrial Dynamics: A Framework for Analysis of Industrial Transformation', *Revue d'économie industrielle*, **61**, 7–32.
- Carlsson, B. (2016) 'Industrial Dynamics: A Review of the Literature 1990–2009', *Industry and Innovation*, **23**, 1–61.
- Carré de Malberg, N. (2014) 'Recrutement et profil socio-intellectuel des inspecteurs des Finances, 1847-1973'. In Cardoni, F., Margairaz, M., et Carré de Malberg, N. (eds) *Dictionnaire historique des inspecteurs des Finances 1801-2009 : Dictionnaire thématique et biographique*, Vincennes, Institut de la gestion publique et du développement économique, pp. 5–19.
- Cassis, Y. (2005) 'Introduction: Comparative Perspectives on London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century'. In Cassis, Y. et Bussière, E. (eds) *London and Paris as international financial centres in the twentieth century*, Oxford, Oxford University Press, pp. 1–14.
- Cassis, Y. (2006) *Les Capitales du Capital : Histoire des places financières internationales, 1780-2005*, Genève, Editions Slatkine.
- Chambost, I. (2013) 'De la finance au travail. Sur les traces des dispositifs de financiarisation', *La nouvelle revue du travail*.
- Chélini, M.-P. (2001) 'Le plan de stabilisation Pinay-Rueff, 1958', *Revue d'histoire moderne & contemporaine*, **48-4**, 102–123.
- Choulet, C. and Quignon, L. (2009) *Banques Européennes : Les Plans de Soutien à l'épreuve de La Récession*, Paris, BNP.
- Cioffi, J. W. et Höpner, M. (2006) 'The Political Paradox of Finance Capitalism: Interests, Preferences, and Center-Left Party Politics in Corporate Governance Reform', *Politics & Society*, **34**, 463–502.
- Clift, B. (2012) 'Comparative Capitalisms, Ideational Political Economy and French Post-Dirigiste Responses to the Global Financial Crisis', *New Political Economy*, **17**, 565–590.
- CNC (1993) *Incidences du développement des OPCVM sur l'activité des établissements de crédit*, Paris, Conseil National du Crédit, Banque de France.
- COB (1982) *Bulletin Mensuel de La COB N°150*, Paris, COB.
- Commission bancaire (2002) *Rapport de la commission bancaire pour l'année 2002*, Paris, Commission bancaire.
- Conseil d'Analyse Economique (2008) *Private equity et capitalisme français*.
- Consumer Science & Analytics (2019) *Observatoire CSA Des Banques En Ligne et Néobanques*, Puteaux, CSA Research.
- Conti, A. (2018) 'Entrepreneurial Finance and the Effects of Restrictions on Government R&D Subsidies', *Organization Science*, **29**, 134–153.
- Cooke, P., Gomez Uranga, M. et Etxebarria, G. (1997) 'Regional Innovation Systems: Institutional and Organisational Dimensions', *Research Policy*, **26**, 475–491.
- Coupey-Soubeyran, J. et Nicolas, T. (2021) 'La concentration du secteur bancaire européen : un problème dont la mesure reste à prendre', *Revue d'économie financière*, **142**, 179–200.

- Cour des comptes (2021) *Les aides publiques à l'innovation des entreprises*, Paris, Cour des comptes.
- Coutant, H., Ducastel, A. and Viallet-Thévenin, S. (2021) 'Concilier le profit et l'intérêt général : l'État actionnaire dans les dynamiques historiques du capitalisme', *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*.
- Cumming, D. (2007) 'Government Policy towards Entrepreneurial Finance: Innovation Investment Funds', *Journal of Business Venturing*, **22**, 193–235.
- Cumming, D., Schwienbacher, A. et Zhan, F. (2015) 'The Scope of International Mutual Fund Outsourcing: Fees, Performance and Risks', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, **38**, 185–199.
- Dai, X. et Cheng, L. (2015) 'The Effect of Public Subsidies on Corporate R&D Investment: An Application of the Generalized Propensity Score', *Technological Forecasting and Social Change*, **90**, 410–419.
- De Bandt, J. (1989) 'Approche méso-économique de la dynamique industrielle', *Revue d'économie industrielle*, **49**, 1–18.
- De Bandt, J. (1991) 'L'économie industrielle face à la réalité des transformations industrielles'. In Arena, R., Benzoni, L., De Bandt, J., et Romani, P.-M. (eds) *Traité d'économie industrielle*, Paris, Economica, pp. 867–934.
- Deeg R, Hardie I, Maxfield, S. (2016) 'What is patient capital, and where does it exist?', *Socio-Economic Review*, **14**, 615–625.
- Deloitte (2021) *Alternative Lender Deal Tracker Autumn 2021*, Londres, Deloitte.
- Demirgüç-kunt, A. et Levine, R. (2004) *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Cambridge, Mass., MIT Press.
- Denord, F. (2010) 'Les rénovateurs du libéralisme'. In Pelletier, W. et Bonelli, L. (eds) *L'État démantelé*, Paris, La Découverte, pp. 31–41.
- Descamps, F. et Quennouëlle-Corre, L. (2018) 'Le tournant de mars 1983 a-t-il été libéral ?', *Vingtième Siècle. Revue d'histoire*, **138**, 5–15.
- Dixon, A. D. (2012) 'Function before Form: Macro-Institutional Comparison and the Geography of Finance', *Journal of Economic Geography*, **12**, 579–600.
- Dosi, G. (1988) 'The Nature of the Innovative Process'. In Dosi, G., Freeman, C., Nelson, R., Silverberg, G., et Soete, L. (eds) *Technological Change and Economic Theory*, Pise, Sant'Anna School of Advanced Studies.
- Duguet, E. (2012) 'The effect of the incremental R&D tax credit on the private funding of R&D an econometric evaluation on french firm level data', *Revue d'économie politique*, **122**, 405–435.
- Duran, N. (2018) 'Les rôles des acteurs dans la formation et le développement du crowdlending : analyse des liens et échanges sociaux', *Innovations*, **56**, 141–160.
- Duverne, D. et Maire, J. (2005) 'La surveillance des groupes et des conglomérats financiers', *Revue d'économie financière*, **80**, 253–269.
- Edquist, C. (ed) (1997) *Systems of Innovation: Technologies, Institutions and Organizations*, Londres, Pinter Publishers.
- Engel, D. et Stiebale, J. (2014) 'Private Equity, Investment and Financial Constraints: Firm-Level Evidence for France and the United Kingdom', *Small Business Economics*, **43**, 197–212.
- Epstein, R. A. (2014) 'Assets or Liabilities? The Politics of Bank Ownership', *Review of International Political Economy*, **21**, 765–789.
- EVCA (2008) *Benchmarking European Tax and Legal Environments*, Bruxelles, EVCA.
- EVCA (2009) *EVCA Yearbook: Annual Survey of Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity*, Bruxelles, EVCA.
- Faffa, J.-C. (1965) 'Les Sociétés d'investissement En France: Situation et Perspectives', *Revue économique*, **16**, 581–591.
- Feiertag, O. (2017) 'Les banques centrales face à la « grande inflation » (1968-1979)'. In Chélini, M.-P. et Warloutzet, L. (eds) *Calmer les prix/Slowing down prices*, Paris, Presses de Sciences Po, pp. 213–244.
- Financement participatif France (2018) *Aromètre Du Crowdfunding En France 2018*, Paris, KPMG.

- Fligstein, N. (2001) *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*, Princeton University Press.
- Fligstein, N. (2013) 'Understanding Stability and Change in Fields', *Research in Organizational Behavior*, **33**, 39–51.
- Fligstein, N. et McAdam, D. (2011) 'Toward a General Theory of Strategic Action Fields', *Sociological Theory*, **29**, 1–26.
- Fligstein, N. et McAdam, D. (eds) (2012) *Theory of Fields*, Oxford University Press.
- Focarelli, D. et Pozzolo, A. F. (2008) 'Cross-Border M&As in the Financial Sector: Is Banking Different from Insurance?', *Journal of Banking & Finance*, **32**, 15–29.
- Foreman-Peck, J. (2013) 'Effectiveness and Efficiency of SME Innovation Policy', *Small Business Economics*, **41**, 55–70
- Foureault, F. (2017) 'Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement', *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*.
- Foureault, F. (2018) 'L'organisation de la financiarisation. Structure et développement du champ des fonds d'investissement en France', *Revue française de sociologie*, **59**, 37–69.
- France Invest (2021a) *Activité des acteurs français du capital-investissement*, Paris, France Invest.
- France Invest (2021b) *Performances nette des acteurs français du capital-investissement*, Paris, France Invest.
- France Invest (2023) *Activité des acteurs français du capital-investissement*, Paris, France Invest.
- Freeman, C. (1995) 'The "National System of Innovation" in Historical Perspective', *Cambridge Journal of Economics*, **19**, 5–24.
- Friedmann, J. (1986) 'The World City Hypothesis', *Development and Change*, **17**, 69–83.
- Frigant, V. (2013) *Dynamique des relations verticales « inter-industriels » : une lecture à partir du concept de modularité*, Mémoire pour l'Habilitation à Diriger des Recherches, Université Montesquieu – Bordeaux IV.
- Frigant, V. (2023) 'La diversité des formes de concurrence libéralisme'. In Boyer, R., Chanteau, J-P., Labrousse, A. et Lamarche, T. (eds) *Théorie de la régulation. Un nouvel état des savoirs*, Malakoff, Dunod, pp. 130–136.
- FSB (2011) *Shadow Banking. Scoping the Issues*, Bâle, Financial Stability Board.
- FSB (2017) *Financial Stability Implications from FinTech Supervisory and Regulatory Issues That Merit Authorities' Attention*, Rapport au G20, Bâle, FSB.
- FSB (2019) *Vulnerabilities Associated with Leveraged Loans and Collateralized Loans Obligations*, Bâle, Financial Stability Board.
- FSB (2020) *2020 List of Global Systematically Important Banks (G-SIBs)*, Bâle, Financial Stability Board.
- Gaïti, B. (1998) *De Gaulle prophète de la cinquième République*, Paris, Les Presses de Sciences Po.
- Gaïti, B. (2014) 'L'érosion discrète de l'État-providence dans la France des années 1960. Retour sur les temporalités d'un « tournant néo-libéral »', *Actes de la recherche en sciences sociales*, **201–202**, 58–71.
- Gaspar, J.-M. (2012) 'The Performance of French LBO Firms: New data and new results', *Finance*, **33**, 7–60.
- Gazé, P. (2003) 'Nouveaux moyens de paiement : nouveaux risques ?', *Les Cahiers du numérique*, **4**, 93–113.
- Gerschenkron, A. (1962) *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge, MA, Belknap Press.
- Gillard, L. (1975) 'Premier bilan d'une recherche économique sur la méso-analyse', *Revue économique*, **26**, 478–516.
- Giraud, E., Giudici, G. et Grilli, L. (2019) 'Entrepreneurship Policy and the Financing of Young Innovative Companies: Evidence from the Italian Startup Act', *Research Policy*, **48**, 103801.
- Goldsmith, R. W. (1969) *Financial Structure and Development*, Yale University Press.
- Goldstein, A. and Fligstein, N. (2017) 'Financial Markets as Production Markets: The Industrial Roots of the Mortgage Meltdown', *Socio-Economic Review*, **15**, 483–510.

- Goux, J.-F. (1994) 'La taxinomie des systèmes financiers : Le renouvellement des typologies fondées sur le mode de financement des entreprises', *Revue d'économie financière*, **29**, 201–228.
- Grandjean, A. et Lefournier, J. (2021) *L'illusion de la finance verte*, Ivry-sur-Seine, Les éditions de l'atelier.
- Granier, C. et Bédu, N. (2019) 'The Role of Banks and the State in the Shaping of the French Fund Industry', *Review of International Political Economy*, **26**, 573–603.
- Gründl, H., Dong, M. et Gal, J. (2017) 'The Evolution of Insurer Portfolio Investment Strategies for Long-Term Investing', *OECD Journal: Financial Market Trends*, **2016**, 1–55.
- Gründler, K. (2021) 'The Vanishing Effect of Finance on Economic Development', *Macroeconomic Dynamics*, **25**, 536–578.
- Guery, L., Stevenot, A., Wood, G. T. et Brewster, C. (2017) 'The Impact of Private Equity on Employment: The Consequences of Fund Country of Origin—New Evidence from France', *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, **56**, 723–750.
- Gurley, J. G. et Shaw, E. S. (1960) *Money in a Theory of Finance*, Washington, D. C., Brookings Institution.
- Hall, P. A. et Soskice, D. (2001) *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press.
- Hall, P. A. et Soskice, D. (2004) 'Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities'. In Franzese, R., Mooslechner, P., et Schürz, M. (eds) *Institutional Conflicts and Complementarities: Monetary Policy and Wage Bargaining Institutions in EMU*, Boston, MA, Springer US, pp. 43–76.
- Hall, P. et Soskice, D. (2002) 'Les variétés du capitalisme'. In *L'Année de la régulation n° 6 (2002-2003)*, Paris, Presses de Sciences Po, pp. 47–124.
- Hancké, B., Rhodes, M. et Thatcher, M. (eds) (2007) *Beyond Varieties of Capitalism. Conflict, Contradictions and Complementarities in the European Economy*, Oxford University Press.
- Hardie, I. et Howarth, D. (2013) *Market-Based Banking and the International Financial Crisis*, Oxford, OUP Oxford.
- Hardie, I., Howarth, D., Maxfield, S. et Verdun, A. (2013) 'Banks and the False Dichotomy in the Comparative Political Economy of Finance', *World Politics*, **65**, 691–728.
- Hart, O. et Moore, J. (1990) 'Property Rights and the Nature of the Firm', *Journal of Political Economy*, **98**, 1119–1158.
- Hautcœur, P.-C. (1996) 'Le marché financier français de 1945 à nos jours', *Risques*, 135–151.
- Household Finance and Consumption Network (2017) *The Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2017 Wave*, Francfort-sur-le-Main, BCE.
- Howarth, D. (2013) 'State Intervention and Market-Based Banking in France'. In Hardie, I. et Howarth, D. (eds) *Market-based banking and the international financial crisis*, Oxford, Oxford University Press, pp. 128–150.
- Howell, S. T. (2017) 'Financing Innovation: Evidence from R&D Grants', *American Economic Review*, **107**, 1136–1164.
- Hunter, L. W., Bernhardt, A., Hughes, K. L. et Skuratowicz, E. (2001) 'It's Not Just the ATMs: Technology, Firm Strategies, Jobs, and Earnings in Retail Banking', *Industrial and Labor Relations Review*, **54**, 402–424.
- INSEE (2019) *L'économie et la société à l'ère du numérique*, Paris, BCE.
- Invest Europe (2017) *Invest Europe Yearbook: European Private Equity Activity*, Bruxelles, Invest Europe.
- Invest Europe (2022) *Investing in Europe: Private Equity Activity 2022*, Bruxelles, Invest Europe.
- Jabko, N. et Massoc, E. (2012) 'French Capitalism under Stress: How Nicolas Sarkozy Rescued the Banks', *Review of International Political Economy*, **19**, 562–585.
- Jeffers, E. et Plihon, D. (2013) 'Le shadow banking system et la crise financière', *Cahiers français*, **375**, 50–57.
- Jensen, M. C. et Meckling, W. H. (1976) 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, **3**, 305–360.
- Joint Forum of Financial Supervisors (n.d.) *Principles for the Supervision of Financial Conglomerates*, Bâle, BIS.

- Kaminski, J., Hopp, C. et Tykvová, T. (2019) 'New Technology Assessment in Entrepreneurial Financing – Does Crowdfunding Predict Venture Capital Investments?', *Technological Forecasting and Social Change*, **139**, 287–302.
- King, R. G. et Levine, R. (1993) 'Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right', *The Quarterly Journal of Economics*, **108**, 717–737.
- Klebaner, S. (2018) *Dynamiques Réglementaires et Planification Des Firmes : Les Leçons Des Limites Européennes d'émissions de Polluants Dans l'automobile*, Thèse de doctorat, Université de Bordeaux.
- Kleiner, T. (2003) 'La consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris', *Actes de la recherche en sciences sociales*, **146–147**, 42–50.
- Kolopp, S. (2018) '« La main de l'étranger » ? Les voies de l'international dans la réforme financière en France : le cas du « souci international » de la direction du Trésor', *Politix*, **124**, 161–181.
- KPMG (2020) *Panorama Des Néobanques et Des Banques Challengers En France*, Paris, KPMG.
- Lagneau-Ymonet, P. et Riva, A. (2012) *Histoire de la Bourse*, Paris, La Découverte.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. et Shleifer, A. (1999) 'Corporate Ownership around the World', *The Journal of Finance*, **54**, 471–517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. et Shleifer, A. (2008) 'The Economic Consequences of Legal Origins', *Journal of Economic Literature*, **46**, 285–332.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1998) 'Law and Finance', *Journal of Political Economy*, **106**, 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. et Vishny, R. W. (2000) 'Investor Protection and Corporate Governance', *Journal of Financial Economics*, **58**, 3–27.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1997) 'Legal Determinants of External Finance', *The Journal of Finance*, **52**, 1131–1150.
- Lazarus, J. (2012) *L'épreuve de l'argent : banques banquiers clients*, Paris, Calmann-Lévy.
- Le Bris, D. et Hautœur, P.-C. (2010) 'A challenge to triumphant optimists? A blue chips index for the Paris stock exchange, 1854–2007', *Financial History Review*, **17**, 141–183.
- Lebaron, F. (2016) 'La croyance économique dans le champ politique français', *Regards croisés sur l'économie*, **18**, 32–44.
- Lemoine, B. (2013) 'Les « dealers » de la dette souveraine. Politique des transactions entre banques et État dans la grande distribution des emprunts français', *Sociétés contemporaines*, **92**, 59–88.
- Lemoine, B. (2016) *L'ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'état et la prospérité du marché*, La Découverte.
- Léon, F. (2018) 'Convergence of Credit Structure around the World', *Economic Modelling*, **68**, 306–317.
- Levine, R. (1999) 'Law, Finance, and Economic Growth', *Journal of Financial Intermediation*, **8**, 8–35.
- Levine, R. (2002) 'Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?', *Journal of Financial Intermediation*, **11**, 398–428.
- Levine, R. (2005) 'Finance and Growth: Theory and Evidence'. In Aghion, P. et Durlauf, S. N. (eds) *Handbook of Economic Growth*, Elsevier, pp. 865–934.
- Levine, R., Loayza, N. et Beck, T. (2000) 'Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes', *Journal of Monetary Economics*, **46**, 31–77.
- Levine, R. et Zervos, S. (1998) 'Stock Markets, Banks, and Economic Growth', *The American Economic Review*, **88**, 537–558.
- Lhuillery, S., Marino, M. and Parrotta, P. (2013) *Évaluation de l'impact des aides directes et indirectes à la R&D en France*, Paris, Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche.
- Löher, J. (2017) 'The Interaction of Equity Crowdfunding Platforms and Ventures: An Analysis of the Preselection Process', *Venture Capital*, **19**, 51–74.

- Lokshin, B. and Mohnen, P. (2012) 'How Effective Are Level-Based R&D Tax Credits? Evidence from the Netherlands', *Applied Economics*, **44**, 1527–1538.
- Lundvall, B.-A. (ed) (1992) *National Systems of Innovation: Towards a Theory of Innovation and Interactive Learning*, Londres, Pinter Publishers.
- Malerba, F. (2002) 'Sectoral Systems of Innovation and Production', *Research Policy*, **31**, 247–264.
- Malerba, F. et Orsenigo, L. (1993) 'Technological Regimes and Firm Behavior', *Industrial and Corporate Change*, **2**, 45–71.
- Malerba, F. et Orsenigo, L. (1997) 'Technological Regimes and Sectoral Patterns of Innovative Activities', *Industrial and Corporate Change*, **6**, 83–118.
- Malherbe, L., Montalban, M., Bédu, N. et Granier, C. (2019) 'Cryptocurrencies and Blockchain: Opportunities and Limits of a New Monetary Regime', *International Journal of Political Economy*, **48**, 127–152.
- Marchesnay, M. et Morvan, Y. (1979) 'Micro, macro, meso...', *Revue d'économie industrielle*, **8**, 99–103.
- Mason, E. S. (1937) 'Monopoly in Law and Economics', *The Yale Law Journal*, **47**, 34–49.
- Massin, S., Bédu, N., Miéra, M., Ane, M., Attila, J., Ben Lakhdar, C., Deguilhem, T., Lectard, P. et Vornetti, P. (2023) 'La Crise Du Covid-19 a-t-elle modifié les opinions à l'égard de l'interventionnisme Public ? Une enquête auprès d'étudiants Français', *Revue économique*, **révisions**.
- Massoc, E. C. (2021) 'When Do Banks Do What Governments Tell Them to Do? A Comparative Study of Greek Bonds' Management in France and Germany at the Onset of the Euro-Crisis', *New Political Economy*, **26**, 674–689.
- Mastin, J.-L. (2020) 'Encadrement du crédit et contrôle bancaire dans les années 1970 : la résistance des banques nationales (1968-1980). L'exemple de la Société Générale', *Histoire, économie & société*, **39e année**, 101–126.
- Miéra, M., Bédu, N. et Lamani, V. (2023) 'How Asset Transformation Matters for the Fate of Technology-Led Banks?', *Economics Bulletin*, **révisions mineures**.
- Monnet, É. (2015) 'La politique de la Banque de France au sortir des Trente Glorieuses : un tournant monétariste?', *Revue d'histoire moderne & contemporaine*, **62-1**, 147–174.
- Monnet, É. (2016) *La politique monétaire sans taux d'intérêt. L'expérience française des contrôles quantitatifs (de 1948 à 1973)*, Paris, Banque de France.
- Montagne, S. (2006) *Les fonds de pension : Entre protection sociale et spéculation financière*, Paris, Odile Jacob.
- Montalban, M. (2007) *Ordre naturel vs ordre construit. Fondements critiques d'une approche institutionnaliste et régulationniste de la construction des marchés*, Université de Bordeaux.
- Morin, F. (2000) 'A Transformation in the French Model of Shareholding and Management', *Economy and Society*, **29**, 36–53.
- Morvan, Y. (1990) *Fondements de l'économie Industrielle*, Paris, Economica.
- Mulkay, B. et Mairesse, J. (2011) *Évaluation de l'impact du crédit d'impôt recherche*, Paris, Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche.
- Nelson, R. R. (1959) 'The Simple Economics of Basic Scientific Research', *Journal of Political Economy*, **67**, 297–306.
- Nelson, R. R. (ed) (1993) *National Innovation Systems: A Comparative Analysis*, Oxford, New York, Oxford University Press.
- Nelson, R. R. et Winter, S. G. (1982) *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, MA, Belknap Press.
- OCDE (2018) *Manuel d'Oslo 2018 : Lignes directrices pour le recueil, la communication et l'utilisation des données sur l'innovation, 4ème édition*, Paris, OCDE.
- O'Sullivan, M. A. (2016) *Dividends of Development: Securities Markets in the History of U.S. Capitalism, 1865-1922*, Oxford, Oxford University Press.
- Pagano, M. et Volpin, P. (2001) 'The Political Economy of Finance', *Oxford Review of Economic Policy*, **17**, 502–519.

- Pagano, M. et Volpin, P. F. (2005) 'The Political Economy of Corporate Governance', *The American Economic Review*, **95**, 1005–1030.
- Paguet, J.-M. (1994) 'Les conglomérats financiers en Europe, stratégie et concurrence', *Revue d'économie financière*, **28**, 7–26.
- Pavitt, K. (1984) 'Sectoral Patterns of Technical Change: Towards a Taxonomy and a Theory', *Research Policy*, **13**, 343–373.
- Petit, P. (1984) *Automatisation des services : le cas du secteur bancaire*, CEPREMAP.
- Phalippou, L. (2020) 'An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory'.
- Phalippou, L. et Gottschalg, O. (2009) 'The Performance of Private Equity Funds', *The Review of Financial Studies*, **22**, 1747–1776.
- Pistor, K. (2009) 'Rethinking the "Law and Finance" Paradigm', *BYU Law Review*, **2009**, 1647–1670.
- Quennouëlle-Corre, L. (2013) *La direction du Trésor 1947-1967 : L'État-banquier et la croissance*, Vincennes, Institut de la gestion publique et du développement économique.
- Quennouëlle-Corre, L. (2015) *La place financière de Paris au XXe siècle : Des ambitions contrariées*, Vincennes, Institut de la gestion publique et du développement économique.
- Rajan, R. G. et Zingales, L. (1998) 'Financial Dependence and Growth', *The American Economic Review*, **88**, 559–586.
- Rajan, R. G. et Zingales, L. (2003) 'The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century', *Journal of Financial Economics*, **69**, 5–50.
- Rapport d'information de l'Assemblée Nationale (2011) *Financement en fonds propres des PME*, Paris, Assemblée Nationale
- Rapport d'information du Sénat (2011) *Participations transférées au fonds stratégique d'investissement (FSI)*, Paris, Sénat.
- Renversez, F. (2008) 'De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers', *Regards croisés sur l'économie*, **3**, 54–64.
- Roe, M. J. (1994) *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.
- Roe, M. J. (2000) 'Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control', *Stanford Law Review*, **53**, 539–606.
- Roe, M. J. (2003) *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, Oxford, Oxford University Press.
- Roe, M. J. (2006) 'Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets', *Harvard Law Review*, **120**, 460–527.
- Rouban, L. (2010) 'L'inspection générale des Finances, 1958-2008 : pantouflage et renouveau des stratégies élitaires', *Sociologies pratiques*, **21**, 19–34.
- Rouban, L. (2012) 'L'État à l'épreuve du libéralisme : les entourages du pouvoir exécutif de 1974 à 2012', *Revue française d'administration publique*, **142**, 467–490.
- Rousseau, P. L. et Wachtel, P. (2011) 'What Is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth?', *Economic Inquiry*, **49**, 276–288.
- Salomon, V. (2016) 'Emergent Models of Financial Intermediation for Innovative Companies: From Venture Capital to Crowdfunding Platforms in Switzerland', *Venture Capital*, **18**, 21–41.
- Sassen, S. (1991) *The Global City*, Princeton, N.J, Princeton University Press.
- Scherer, F. M. and Ross, D. (1980) *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Boston, Houghton Mifflin Company.
- Schiehll, E. et Martins, H. C. (2016) 'Cross-National Governance Research: A Systematic Review and Assessment', *Corporate Governance: An International Review*, **24**, 181–199.
- Schmidt, V. (2003) 'French Capitalism transformed, yet Still a Third Variety of Capitalism', *Economy and Society*, **32**, 526–554.

- Scialom, L. (1997) 'Les conglomérats financiers : Un défi prudentiel', *Revue d'économie financière*, **39**, 125–146.
- Scialom, L. (2013) *Économie bancaire*, Paris, La Découverte.
- Senn, J.-P. (n.d.) *Les sociétés d'investissement en droit français et comparé*, Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence.
- Siems, M. (2008) 'What Does Not Work in Comparing Securities Laws: A Critique on La Porta et al.'s Methodology', *International Company and Commercial Law Review* (20 September 2008).
- Smith, A. (2021) 'Chapitre 2. Les élites française et européenne, entre dirigisme et libéralisme'. In Frinault, T., Le Bart, C. et Neveu, É. (eds) *Nouvelle sociologie politique de la France*, Paris, Armand Colin, pp. 33–43.
- Söderblom, A., Samuelsson, M., Wiklund, J. et Sandberg, R. (2015) 'Inside the Black Box of Outcome Additionality: Effects of Early-Stage Government Subsidies on Resource Accumulation and New Venture Performance', *Research Policy*, **44**, 1501–1512.
- Spamann, H. (2010) 'The "Antidirector Rights Index" Revisited', *The Review of Financial Studies*, **23**, 467–486.
- Stigler, G. J. (1971) 'The Theory of Economic Regulation', *The Bell Journal of Economics and Management Science*, **2**, 3–21.
- Streeck, W. et Thelen, K. (eds) (2005) *Beyond Continuity: Institutional Change in Advanced Political Economies*, Oxford, New York, Oxford University Press.
- Tadjeddine, Y. et Cotta, J.-C. (2011) 'La gestion collective en France : l'utopie d'une finance pour tous', *Revue d'économie industrielle*, 159–176.
- Takalo, T., Tanayama, T. et Toivanen, O. (2013) 'Estimating the Benefits of Targeted R&d Subsidies', *The Review of Economics and Statistics*, **95**, 255–272.
- Tambarin, M. (2014) 'La réforme des retraites en Allemagne : un modèle à suivre ?', *Allemagne d'aujourd'hui*, **210**, 184–203.
- Tang, H. (2019) 'Peer-to-Peer Lenders Versus Banks: Substitutes or Complements?', *The Review of Financial Studies*, **32**, 1900–1938.
- Thelen, K. (2003) 'Comment les institutions évoluent : perspectives de l'analyse comparative historique'. In *L'Année de la régulation n° 7 (2003-2004)*, Paris, Presses de Sciences Po, pp. 13–43.
- Thelen, K. (2004) *How Institutions Evolve: The Political Economy of Skills in Germany, Britain, the United States, and Japan*, Cambridge ; New York, Cambridge University Press.
- Thinking Ahead Institute (2021) *The World's Largest Asset Managers*, Thinking Ahead Institute.
- Tirole, J. (1993) *Théorie de l'organisation Industrielle*, Paris, Economica
- Vitols, S. (2004) 'Negotiated Shareholder Value: The German Variant of an Anglo-American Practice', *Competition & Change*, **8**, 357–374.
- Zingales, L. et Rajan, R. G. (2003) 'Banks and Markets: The Changing Character of European Finance'.
- Zysman, J. (1983) *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and Politics of Industrial Change*, Cornell University Press.

Table des matières

Remerciements	2
Introduction	4
1. Échelles macro-institutionnelle, méso-sectorielle et micro-sociale	8
2. Dynamique endogène du changement	10
2.1. Analyse des comportements et rôle de l'action publique	10
2.2. Performances des acteurs et transformations des systèmes financiers	12
3. Positionnement dans le champ de la recherche en économie financière et bancaire	14
4. Plan du mémoire	15
Chapitre 1.....	17
1. Apports et limites des approches de la transformation des systèmes financiers	18
1.1. L'approche par l'efficacité économique des systèmes financiers.....	18
1.2. L'approche par les traditions juridiques	20
1.3. L'approche par les choix politiques.....	21
1.4. L'approche par les configurations institutionnelles.....	22
1.5. L'approche par les fonctions des acteurs financiers	24
2. Environnement institutionnel, fonctions et organisation des firmes financières.....	25
2.1. Une convergence vers le modèle de banque universelle ?.....	26
2.2. Gestion d'actifs indépendante et gestion d'actifs captive.....	27
2.3. Le <i>private equity</i> , un financement soluble dans n'importe quel système financier ?	30
3. Les transformations institutionnelles du système financier français.....	32
3.1. Retour sur le débat sur persistance vs. convergence.....	32
3.2. Les mécanismes de changement institutionnel.....	33
3.3. Dynamique exogène et dynamique endogène de transformation	35
Chapitre 2.....	38
1. Intérêts et apports d'une approche d'économie industrielle.....	39
1.1. Organisation industrielle vs. Dynamiques industrielles.....	39
1.1.1. Allocation des ressources, paradigme SCP, modélisation théorique.....	39
1.1.2. Production des ressources, changement technologique, système.....	41
1.2. Vers une approche d'économie industrielle et politique de la finance	43
1.2.1. L'approche méso-économique de la finance : système productif et filières	43
1.2.2. La finance comme « champ d'action stratégique »	46
2. Formes et dynamique d'intervention de l'État dans le champ de la finance.....	47
2.1. L'État emprunteur	48

2.2. L'État régulateur.....	49
2.2.1. Capture et production règlementaire	49
2.2.2. La régulation sectorielle, politique des « champions nationaux » et nouveaux espaces de réglementation	51
2.3. L'État investisseur.....	54
2.3.1. État actionnaire et État banquier	54
2.3.2. L'État et les défaillances des marchés : innovations et transition écologique.....	57
Chapitre 3.....	61
1. L'industrie du <i>private equity</i>	62
1.1. Processus d'intégration et organisation productive des firmes de <i>private equity</i>	62
1.1.1. Légitimation de l'industrie.....	62
1.1.2. Organisation productive des sociétés de gestion et état concurrentiel	64
1.2. Pratiques de l'industrie du <i>private equity</i>	65
1.2.1. Gouvernance d'entreprise et vision contractualiste de la firme	65
1.2.2. Nouvelles formes et pratiques du <i>private equity</i>	67
1.2.3. Les sources de revenus : volume d'affaires et performance des fonds	68
1.3. De l'utilité économique et sociale des LBO	70
1.3.1. Performances dans le financement des entreprises françaises	70
1.3.2. LBO, shadow banking et risque systémique	71
2. L'industrie bancaire.....	72
2.1. Unité d'analyse, organisation productive et comportements stratégiques.....	72
2.1.1. Le groupe bancaire et la banque universelle : structure de gouvernance et conception de contrôle .	72
2.1.2. Du relational banking au transactional banking.....	74
2.1.3. Diversification de l'offre : économies de gamme et d'échelle, source de financement, source de revenus.....	74
2.1.4. Externalisation et fusions-acquisitions dans l'industrie bancaire.....	76
2.2. Changement technologique et appropriations des innovations.....	77
2.3. Mesurer les performances de l'industrie bancaire	79
3. L'industrie des services de paiement et de crédit.....	80
3.1. La révolution numérique en finance : le cas des <i>finTech</i>	80
3.1.1. Définir les frontières sectorielles suite à l'invasion : une approche en termes de Systèmes Sectoriels d'Innovation et de Production.....	80
3.1.2. Nature et degré de l'innovation.....	81
3.1.3. Caractéristiques de l'offre et de la demande de services de paiement et de crédit.....	82
3.1.4. Le rôle de la confiance	82
3.1.5. Régime technologique des services de paiement et de crédit.....	83
3.2. Composition du champ : activités et acteurs	85
3.3. La hiérarchie du champ : stabilité ou instabilité ?	87
3.3.1. Dynamique de la réglementation bancaire suite à l'envahissement du champ	87
3.3.2. Dynamiques relationnelles entre les acteurs	88
3.3.3. Dynamiques technologiques	89

3.3.4. Tentatives de contrôle des acteurs historiques	90
Chapitre 4.....	92
1. Validité et portée de la thèse du « tournant (néo)libéral » du système financier dans les années 1980 : une financiarisation « à la française ».....	93
1.1. La périodisation de 1950 à 2000 : le temps de la relecture.....	93
1.2. La diffusion des idées libérales en France durant les 30 glorieuses	95
1.3. Les enjeux de la modernisation du système financier comme justification du développement de la finance de marché.....	97
1.3.1. Les enjeux économiques et le besoin de financement.....	98
1.3.2. Les enjeux monétaires et la maîtrise de l'inflation.....	99
1.3.3. Les enjeux géopolitiques et la concurrence entre les places financières	101
2. Les réseaux des élites financières en action.....	102
2.1. Les élites et l'évolution du rôle de l'État : du dirigisme au <i>post-dirigisme</i>	102
2.2. Le réseau élitaire des inspecteurs de finance : pantouflage et homophilie des trajectoires professionnelles	104
Conclusion.....	108
1. Approfondir l'articulation entre échelles macro-institutionnelle, méso-sectorielle et micro-sociale.....	109
2. Le défi de la transition écologique et énergétique (TEE) : financement hors marché et planification	110
3. Les serviteurs de l'État et la diffusion des idées libérales : quel rôle des enseignements d'économie ?	111
Références bibliographiques	112
Table des matières	123